

Perspectiva 3T20 – Mercados resilientes a pesar de temores sobre COVID-19 y la recesión

2 de julio 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
alejandropadilla@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 mundo está navegando a través de una de las tormentas más difíciles en un siglo, enfrentando una crisis sanitaria con más de 10 millones de casos confirmados de Coronavirus y medio millón de fallecimientos. En consecuencia, los gobiernos han estado lidiando con un complejo entorno desde marzo, entre las restricciones a la movilidad para frenar la pandemia, por un lado, y la reapertura gradual de la economía para evitar una recesión aún peor, por el otro. Desafortunadamente, la diferente dinámica de las curvas de contagio entre varias regiones y los temores de una segunda ola de propagación están limitando los planes de transición hacia una "nueva realidad" tanto para consumidores como empresas. Este difícil escenario ha llevado a la economía mundial a la peor recesión desde 1929, como advirtió la semana pasada el FMI en sus *Perspectivas de la Economía Mundial*.

Al día de hoy, el panorama está plagado de más preguntas que respuestas sobre la evolución y las implicaciones de la pandemia. Para hacer frente a algunos de sus efectos, el mundo ha anunciado respuestas de política económica sin precedentes. Desde el lado fiscal, se han desplegado casi US\$ 11 billones en medidas anticíclicas. En cuanto a la respuesta en el frente monetario, casi 90 países han recortado las tasas además de implementar programas cuantitativos tanto en las economías avanzadas como en emergentes. Estos estímulos, aunque diferentes entre países, han reducido la aversión al riesgo en los mercados financieros y limitado el riesgo crediticio para los hogares y empresas. Hacia adelante, la forma de la recuperación en cada economía dependerá de la magnitud de las respuestas de política económica, la dinámica de su curva epidémica, su interconexión con la economía global, los planes de reapertura y posibles retrasos, y otros factores idiosincrásicos.

Por si este entorno no fuera en sí mismo retador, otro factor global relevante a tomar en cuenta en el 3T20 es el geopolítico. En nuestra opinión, el más importante será el proceso político en los EE.UU. en la antesala de las elecciones del 3 de noviembre. No obstante, los inversionistas también se centrarán en otros aspectos políticos, desde el malestar social en varias regiones hasta las negociaciones comerciales.

México también enfrentará un difícil contexto en la segunda mitad del año. El COVID-19 ha afectado con fuerza la actividad económica a pesar de los esfuerzos de las autoridades, empresas y sociedad por contener sus efectos generalizados. En este sentido, hemos ajustado el pronóstico del PIB de este año de -7.8% a/a a -9.8%. Para la política monetaria, esperamos que Banxico baje su tasa de referencia a 4.00% en el 3T20, ante un tono más *dovish* del banco central recientemente.

Pronósticos de las principales variables macroeconómicas y financieras en México

Fin de periodo

	1T20	2T20	3T20	4T20	2020
PIB (% anual)	-1.4	-19.4	-14.6	-4.0	-9.8
Inflación (% anual)	3.2	3.1	3.4	3.2	3.2
USD/MXN	23.67	22.99	22.65	22.00	22.00
Tasa de referencia de Banxico (%)	6.50	5.00	4.00	4.00	4.00
TIE de 28 días (%)	6.71	5.29	4.30	4.20	4.20
IPC (puntos)	34,555	37,716	-	-	38,000

Fuente: Banorte

Ganadores del premio a los mejores pronosticadores económicos de México en 2019, otorgado por *Refinitiv*



**STARMINE AWARDS
FOR REUTERS POLLS
FROM REFINITIV**

Documento destinado al público en general

México

La economía experimentó una gran debilidad en el 2T20, con el COVID-19 teniendo un impacto más fuerte del anticipado. En este contexto, [recientemente actualizamos nuestro estimado del PIB](#) a una contracción de 9.8% a/a. La revisión se explica principalmente por el retraso en el reinicio de la actividad –con los últimos datos de la semana del 29 de junio al 5 de julio con 18 estados en ‘naranja’ y 14 en ‘rojo’, de acuerdo al [semáforo epidemiológico](#)–. Este pronóstico es consistente con las últimas cifras, incluyendo el [IGAE de abril](#) y la [balanza comercial de mayo](#). Hacia el 2S20 estaremos atentos a corroborar si se materializa un mayor impulso de la demanda externa, en específico desde EE.UU. ante el gran estímulo económico en ese país. También esperamos cierto apoyo por la entrada en vigor del T-MEC, sobre todo ante las renovadas tensiones entre EE.UU. y China, que probablemente aumenten por el proceso electoral. No obstante, la debilidad en la demanda doméstica se extendería, con falta de dinamismo del consumo, pero sobre todo en la inversión (ver tabla abajo, izquierda).

En la respuesta de política económica, las medidas hasta el momento acumulan cerca de 4.5% del PIB –incluyendo las [de Banxico](#)– (ver tabla abajo, derecha), lo cual se compara con un promedio de 5% en países emergentes, de acuerdo con el FMI. Este limitado apoyo, producto del poco espacio fiscal y riesgos para la trayectoria de la deuda como porcentaje del PIB –que pudieran inducir incluso mayores recortes a la calificación crediticia– es una de las principales razones detrás de nuestro pronóstico de un avance de solo 1.8% del PIB en 2021, debajo de las expectativas de mercado.

En la inflación, mantenemos el estimado de 3.2% a/a al cierre de 2020. No obstante, reconocemos que su lectura se [ha tornado más volátil](#), resultado en buena parte de distorsiones por la pandemia, tanto directas (*e.g.* brecha del producto más negativa, interrupciones en cadenas de suministro) como indirectas (*e.g.* problemas de medición y menores precios de gasolinas). En este contexto, en los últimos días también [ajustamos nuestra expectativa de la política monetaria](#), anticipando ahora dos recortes adicionales de 50pb, llevando la tasa de referencia a 4.00% al cierre del año. Si bien este ya era un riesgo, acciones de mayor relajamiento en otros países y el panorama local, además de cambios en el último comunicado, nos hicieron replantear esta situación. En particular, creemos que estos dos recortes se darán en el 3T20, el 13 de agosto y el 24 de septiembre. Adicionalmente, estaremos atentos al *Informe Trimestral* del 2T20, a publicarse el 26 de agosto.

PIB 2020

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

% a/a	1T20	2T20	3T20	4T20	2020
PIB	-1.4	-19.4	-14.6	-4.0	-9.8
Consumo privado	-0.5	-17.0	-14.8	-3.7	-9.0
Inversión	-9.3	-40.1	-24.7	-8.6	-20.6
Gasto de gobierno	3.4	<u>1.2</u>	<u>-6.2</u>	<u>-8.4</u>	<u>-2.5</u>
Exportaciones	1.7	<u>-36.7</u>	<u>-5.2</u>	<u>3.2</u>	<u>-9.6</u>
Importaciones	-3.4	<u>-36.6</u>	<u>-9.7</u>	<u>-3.1</u>	<u>-13.2</u>
% t/t					
PIB	-1.2	-12.9	4.8	5.7	--

Fuente: INEGI, Banorte

Medidas anunciadas para combatir el impacto del COVID-19

\$ miles de millones, US\$ miles de millones, % del PIB

	\$ miles de millones	US\$ miles de millones ²	% del PIB ³
Total	999.1	43.4	4.5
Gobierno federal	372.6	16.2	1.6
Anunciados en las conferencias diarias	307.6	13.4	1.4
Otros (Pre-CGPE)	65.0	2.8	0.3
Banxico¹	350.0	15.2	1.5
BID Invest	276.5	12.0	1.3

Notas: 1. Sólo incluye medidas orientadas a canalizar créditos a las MiPyMEs; 2. Utilizando un tipo de cambio de USD/MXN 23.0380; 3. Utilizando el estimado del PIB de la SHCP en Pre-CGPE 2021
Fuente: Banxico, SHCP, BID Invest, SE

Estados Unidos

[Después de una contracción de la economía de 5% trimestral anualizada en 1T20](#), las fuertes caídas en las cifras de abril apuntan a una contracción más profunda en 2T20. Si bien los datos de mayo mostraron una recuperación más fuerte de lo previsto –fortaleciendo la expectativa de un repunte en forma de “V”–, la reciente alza en los contagios por COVID-19 tras la reapertura de la economía ha incrementado los temores de una desaceleración más larga y severa.

El consumo real cayó 12.2% m/m en abril, debido a bajas tanto en las ventas de bienes duraderos, como de no duraderos y de servicios. Sin embargo, después de la fuerte alza en el ingreso personal de 10.8% m/m en el cuarto mes del año derivada del paquete de estímulo fiscal, el consumo personal avanzó 8.1% m/m en mayo, mostrando que la reapertura gradual llevó a los consumidores a gastar una buena parte de esos ingresos. Al mismo tiempo, y contra lo que se esperaba, [las empresas empezaron a contratar empleados tras los fuertes despidos de abril](#). A pesar de lo anterior, estimamos que el consumo habrá caído 32% trimestral anualizado en 2T20. Mientras tanto, las empresas siguieron sin implementar sus planes de inversión, en un entorno todavía incierto, lo que lleva a una caída estimada de 29.9% en el mismo periodo. Por su parte, la debilidad global habría provocado una contracción de 28.4% en las exportaciones. En este contexto, mantenemos nuestro estimado de una baja del PIB de 28.9% en 2T20 y de 6.1% en todo el 2020.

Si bien nuestro estimado incorpora una recuperación muy gradual en el segundo semestre, el riesgo es que sea aún más moderada ante el riesgo de un nuevo brote, lo que implicaría una mayor contracción a la estimada. Por ejemplo, California ordenó el cierre de bares en varias ciudades y Arkansas retrasó su proceso de reapertura. Por su parte, Texas alcanzó el mayor número de contagios desde que inició la pandemia, mismos que se han triplicado desde el 31 de mayo.

La política monetaria se mantiene muy laxa, con el Fed dejando en claro que [no piensa mover la tasa en un largo periodo](#) y haciendo uso de su hoja de balance de una forma muy importante, mostrando una expansión de 70% en lo que va del año al ubicarse en US\$ 7.1 billones. En este frente, es probable que lo más interesante lo veremos hasta el 4T20, con la revisión de su estrategia. Sin embargo, en el frente fiscal, a pesar de los [cuatro paquetes ya aprobados](#), se requiere de mayor estímulo ante la pronta expiración de algunas partes clave de los programas. En este contexto, es probable que se apruebe un nuevo paquete en julio, con las miradas en una posible propuesta de Trump de un paquete de infraestructura por US\$ 1 billón.

Estimados Banorte sobre Estados Unidos

	1T20	2T20	3T20	4T20	2020*
PIB (% t/t anualizado)*	-5.0	-28.9	2.5	3.4	-6.1
Consumo Privado	-6.8	-32.0	5.3	5.1	-6.7
Inversión Fija	-1.3	-29.9	-1.6	3.2	-7.0
Exportaciones	-9.0	-28.4	-2.8	3.4	-8.2
Importaciones	-15.7	-18.5	-0.2	3.6	-8.9
Inflación (% anual, promedio)	2.1	0.5	0.8	1.0	1.1
Tasa de desempleo (% fdp)	4.4	11.1	9.7	8.3	8.3
Creación de empleo (miles)	-908	-13,288	7,000	3,000	-4,196

* 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

Elecciones en EE.UU.

El tercer trimestre entraremos de lleno a las campañas electorales, lo que será clave para el resultado de la elección del 3 de noviembre cuando se elegirá presidente, un tercio del Senado y toda la Cámara de Representantes. Tras las primarias del 17 de marzo, el presidente Trump obtuvo la nominación del partido Republicano para ser el candidato a la presidencia de EE.UU. y arrancó oficialmente su campaña el 18 de junio. Por su parte, Joe Biden consiguió 1,993 delegados el 5 de junio, con lo que se convirtió formalmente en el candidato Demócrata. Lo que sigue en el proceso son las Convenciones Nacionales de los partidos y los debates entre los candidatos a la presidencia (ver tablas, derecha).

Las últimas encuestas muestran un fuerte repunte en las preferencias electorales a favor de Joe Biden, lo que se exacerbó después del triste incidente de la muerte de George Floyd (ver primera gráfica, derecha). El elevado número de contagios y muertes por el COVID-19 –sobre lo que Trump ha sido fuertemente criticado–, la contracción de la economía y pérdidas de empleo también lo han afectado. Lo anterior es evidente en la reciente caída de la aprobación del presidente, a 42.2% de acuerdo con *Real Clear Politics*. Cabe mencionar que, durante su mandato, Trump ha tenido una aprobación históricamente baja relativo a otros presidentes.

Es importante decir que algunos estados ya están claramente definidos para cada uno de los partidos, denominados como azules (Demócratas) y rojos (Republicanos). Es así que, debido al sistema electoral de EE.UU., la importancia para el triunfo radica en los estados conocidos como swing states. Estos últimos son aquellos cuyos votos electorales pueden terminar en manos de cualquiera de los partidos. En este contexto, destacamos que, en los estados considerados *swing-states* esta ocasión, las preferencias están claramente inclinadas hacia Joe Biden.

Tomando en cuenta todo lo anterior, las tendencias apuntan a que, como pensamos, Biden obtendrá la victoria en el voto popular, al igual que Hillary Clinton en 2016. Sin embargo, la pregunta clave es quién ganará el voto electoral. De acuerdo con el modelo elaborado por *The Economist*, Joe Biden obtendría 341 votos electorales, muy por arriba de los 270 requeridos para ganar la presidencia. Nosotros esperamos una contienda muy apretada e incertidumbre a lo largo del proceso, manteniendo nuestro escenario base de que Joe Biden ganará el voto popular pero que Trump se reelegirá con el voto electoral. En este sentido, el mercado de apuestas sugiere una carrera mucho más competida (ver segunda gráfica, derecha), aunque en este momento también apunta a un triunfo del candidato Demócrata.

En este contexto, consideramos que Trump muy probablemente endurecerá su postura en varios temas clave durante su campaña, como lo hizo en las elecciones previas, buscando fortalecer el apoyo entre su base de votantes. Un claro ejemplo son las renovadas tensiones en su relación con China, mientras que ha radicalizado su postura en temas comerciales también con otras regiones como la Unión Europea, amenazando con la imposición de nuevos aranceles. Asimismo, es probable que México sea otro de los blancos, especialmente en el tema migratorio. Finalmente, no descartamos un endurecimiento en su postura contra algunas instituciones multilaterales, como la OMS y la OMC, entre otras.

Katia Goya

Subdirector, Economía Internacional
katia.goya@banorte.com

Convenciones Nacionales

Convención Demócrata	Convención Republicana
17 al 20 de agosto	24 al 27 de agosto
Milwaukee, WI	Charlotte, NC

Fuente: The New York Times

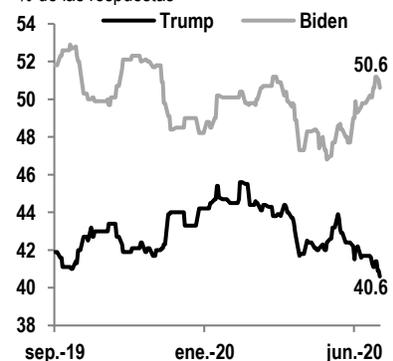
Debates Presidenciales

1º Debate	2º Debate	3º Debate
29-sep	15-oct	22-oct
Universidad de Notre Dame	Universidad de Michigan	Universidad de Belmont

Fuente: The New York Times

Preferencias electorales: Encuestas

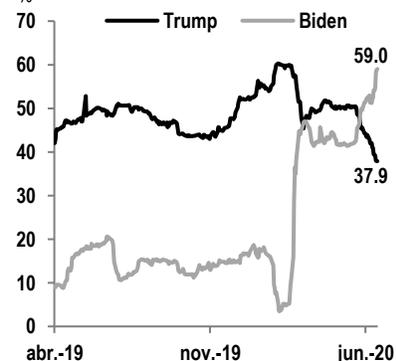
% de las respuestas



Fuente: Real Clear Politics

Probabilidad de triunfo: Apuestas

%



Fuente: Real Clear Politics

Global

La actividad económica en el mundo sufrirá una fuerte contracción en el 2020 en una crisis sin precedentes ante la pandemia, [que de acuerdo con el FMI será de -4.9%](#). La institución estima que todas las regiones enfrentarán una fuerte caída del PIB este año, con excepción de China que podrá, al menos, registrar un crecimiento de 1.0%. En este contexto, hemos visto una fuerte respuesta de política monetaria de los principales bancos centrales en la mayoría de las economías, tanto avanzadas como emergentes. En tanto, las medidas fiscales aplicadas hasta ahora en el mundo para hacer frente a la pandemia suman cerca de US\$ 11 billones, donde el G-20 sigue siendo el principal responsable de estas acciones de estímulo.

En la Eurozona, durante el verano veremos las negociaciones sobre la propuesta del [paquete de estímulo que hizo la Comisión Europea](#). El nuevo periodo de presupuesto inicia el 1 de enero, por lo que para que se pueda implementar se debe llegar a un acuerdo antes de septiembre. Lo anterior, tomando en cuenta que los 27 parlamentos nacionales y el Parlamento Europeo deberán aprobarlo. En el Reino Unido, Boris Johnson prepara un agresivo paquete de infraestructura que podría rondar los £ 5,000 millones (US\$ 6,200 millones de dólares). Sobre el *Brexit*, este trimestre los negociadores iniciarán un periodo de ocho semanas para alcanzar un arreglo sobre las condiciones que prevalecerán en la relación una vez terminado el periodo de transición, a finales de este año. Por su parte, en el frente de la política monetaria, no descartamos una nueva ampliación del programa de compra de activos por parte del *BoE* que podría anunciarse en noviembre. En el caso del *ECB* no esperamos ni una nueva ampliación del programa de compra de activos para hacer frente a la pandemia ni un recorte en las tasas de referencia.

Por otro lado, Latinoamérica se ha convertido en fechas recientes en el nuevo epicentro del COVID-19, con más de 100,000 muertes y un profundo impacto que llevará, de acuerdo con el FMI, a una contracción de 9.4% este año. En este contexto, la evolución de la pandemia apunta a que las medidas de contención tendrán que prolongarse más de lo previsto, lo que retrasaría más la recuperación. Destacamos que algunos países, como Colombia (en la posición 21 del mundo en número de contagios) y Chile (séptimo lugar), han hecho uso –al igual que las economías avanzadas– de medidas no convencionales como el *QE*. Sin embargo, ante las preocupaciones de desbalances financieros y una menor profundidad y liquidez de sus mercados, éstas han sido mucho más limitadas.

En el caso de Brasil (segundo lugar mundial en contagios), el FMI estima una caída de 9.0% este año y un crecimiento de 3.6% en 2021, en un contexto donde la economía sigue recuperándose de la recesión del 2015-2016. Las autoridades monetarias han anunciado estímulos agresivos, llevando la tasa de referencia a 2.25% e implementando [otras medidas para estabilizar el funcionamiento de los mercados](#) e incrementar el crédito. Ya no estimamos nuevas reducciones en la tasa *Selic* y consideramos clave el avance de la agenda de reformas estructurales, especialmente sobre la sustentabilidad de las cuentas fiscales. En Chile, el FMI espera una contracción del PIB de 7.5% y un avance de 5.0% en 2021. Tras un buen desempeño en 1T20, anticipamos una fuerte caída de la economía el segundo trimestre, seguido de un repunte en la segunda mitad debido a las medidas de estímulo monetario y fiscal.

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

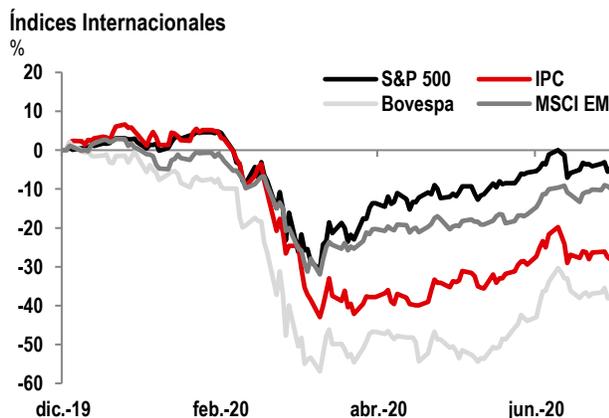
Índices Accionarios

En los últimos meses, los mercados accionarios han presentado periodos de elevada volatilidad ante la evolución de la pandemia. Después de haber alcanzado máximos históricos en febrero, los índices a nivel mundial se ajustaron de manera importante después de que la OMS declarara al COVID-19 como pandemia el 11 de marzo y sus posibles implicaciones sobre el crecimiento económico. Sin embargo, la oportuna respuesta de política económica sin precedentes resultó en una mayor confianza respecto a la posible recuperación. Así, las bolsas reflejaron un alza acelerada, con rendimientos que a inicio de junio incluso alcanzaron ~42%, respecto de los mínimos de marzo. Destacó el desempeño de las bolsas de economías desarrolladas, particularmente en EE.UU., mostrando una clara recuperación en “V”. No obstante, los riesgos que siguen latentes en el entorno mantienen inquietos a los inversionistas, quienes han comenzado a cuestionar la sostenibilidad del regreso tan acelerado en las bolsas. La perspectiva económica luce altamente retadora, con revisiones que han continuado realizándose a la baja y temores de una segunda ola de contagios, con conflictos geopolíticos y temas comerciales que no han quedado de lado, y mientras nos perfilamos hacia las elecciones presidenciales en EE.UU.

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

Nivel de referencia S&P500. En el 1T20, los resultados corporativos cayeron 8.1%, vs la caída estimada de 16.5%. El consenso elaborado por *Bloomberg* estima una caída de 22.1% para las utilidades de 2020 y una recuperación en 2021 de +26.1%. Con estos supuestos y un múltiplo P/U *fwd* 2020 de 21x (-15% inferior al actual), este índice podría cerrar el año en 3,144pts, quedando poco espacio de apreciación.

Nivel de referencia IPC. En México, la incertidumbre en torno a la evolución de la curva de contagios, junto con [una perspectiva de crecimiento muy compleja](#), han mermado el apetito por riesgo. En este contexto, en 2020 anticipamos una caída de 7.9% a/a en EBITDA y un aumento de 9.7% a/a en la deuda neta de las empresas que integran al IPC. Así, al considerar un múltiplo FV/EBITDA de 7.5x (ligeramente arriba del promedio del último año de 7.3x, pero aún por debajo del de los últimos tres años de 8.3x) obtenemos un nivel de referencia para el IPC de 38,000pts, prácticamente sin cambios respecto a nuestro nivel de referencia previo. En nuestra opinión, un mayor nivel de valuación dependerá de la evolución de la pandemia y la perspectiva de recuperación hacia el 2021.



Fuente: Bloomberg, Banorte

2020: Pronóstico IPC

Puntos				
FV/EBITDA	EBITDA (millones de pesos)	Deuda Neta (millones de pesos)	IPC (puntos)	Rendimiento Estimado (%)
7.9x			41,022	8.8
7.7x			39,537	4.8
7.5x	\$7,425	\$17,264	38,052	0.9
7.3x			36,567	-3.0
7.1x			35,082	-7.0

Fuente: Banorte

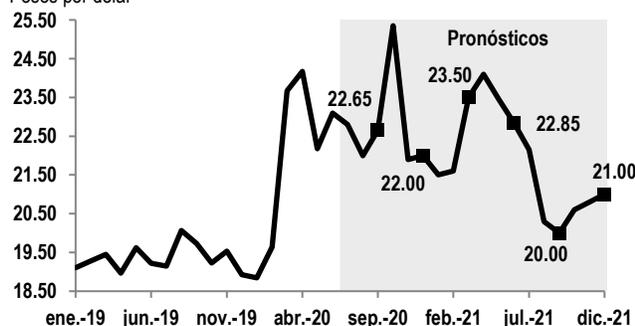
Tipo de Cambio

Tras la histórica depreciación de 25% del peso mexicano en el primer trimestre de 2020, el 2T20 resultó en una apreciación de 2.9% t/t a 22.99 por dólar, resultado de una respuesta de política económica global sin precedentes y un debilitamiento generalizado del USD. Al cierre de junio, el MXN aún guarda una depreciación de 18% en el año y la tercera peor posición entre divisas emergentes detrás de ZAR y BRL. El USD ajustó -2% t/t en el DXY, resultado de un balance positivo en divisas del G10 y emergentes, aunque con este último grupo con mejor desempeño relativo.

La menor demanda por fondeo en USD ante la estabilización de condiciones financieras globales ha sido su principal canal de debilitamiento, efecto reflejado en una importante reducción del uso de *swaps* de liquidez con el Fed por parte de otros importantes bancos centrales. Con ello, el monto total de circulación de este programa se ha reducido en poco menos de 50% desde su punto más alto en mayo. Hacia adelante, esperamos un USD estabilizándose en rangos actuales, aunque con espacios sesgados hacia nuevas fases de fortalecimiento impulsados por el frágil optimismo global. Un riesgo a esta visión es el mejor posicionamiento de la Eurozona respecto a EE.UU. en términos de la recuperación económica, el cual pudiera nutrir respaldo adicional para EUR. En cuanto al MXN estimamos una trayectoria que observe su punto más estresado previo a la elección norteamericana, considerando mayor actividad de coberturas 45 días antes del evento. De acuerdo con la evidencia anecdótica, la última elección implicó presiones de hasta 3.6σ para el cruce antes de conocerse la victoria del presidente Trump, regresando después en casi la misma magnitud. Este encuadre refuerza nuestra visión de un peso con altas *betas* a catalizadores externos. A este escenario vale la pena incorporar condiciones de liquidez locales que, si bien han mejorado respecto al choque de marzo, aún distan de observar niveles de fases previas. Sin embargo, la Comisión de Cambios ha implementado una estrategia oportuna para proveer de mejores condiciones de liquidez al mercado. Actualmente el programa de coberturas en *NDFs* cuenta con un monto en circulación de US\$ 7,491 millones de un total disponible de US\$ 30,000 mn, mientras el uso de la línea *swap* con el Fed se ubica en US\$ 4,910 mn de US\$ 60,000 mn disponibles. Sobre este último programa las débiles demandas de las últimas renovaciones también sugieren una sana estructura local de financiamiento. En términos de estrategia vemos USD/MXN 21.50 atractivo para iniciar largos en USD, mientras reiteramos nuestro estimado de cierre de 2020 en 22.00 bajo un marco de cautela dados los rangos amplios y alta posibilidad de asimetría en la operación.

USD/MXN

Pesos por dólar



Fuente: Bloomberg, Banorte

Pronósticos USD/MXN

Pesos por dólar

Periodo	Fin de periodo	Promedio
1T20	23.67	20.00
2T20	22.99	23.32
3T20	<u>22.65</u>	<u>22.48</u>
4T20	<u>22.00</u>	<u>23.08</u>
1T21	<u>23.50</u>	<u>22.20</u>
2T21	<u>22.85</u>	<u>23.47</u>
3T21	<u>20.00</u>	<u>20.82</u>
4T21	<u>21.00</u>	<u>20.80</u>

Fuente: Banorte

Commodities

Las materias primas cerraron el 1S20 con un desempeño negativo a pesar de la dinámica favorable en energía y metales durante el 2T20. En este sentido, los índices GSCI y BCOM disminuyeron 25.6% s/s y 19.7% s/s, respectivamente.

Leslie Orozco

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

El petróleo concluyó junio con la mayor recuperación trimestral en las últimas tres décadas tras incluso operar en [terreno negativo en el caso del WTI](#) en abril, resultado del impacto del COVID-19 en el consumo y límites en la capacidad de almacenamiento. Los precios se fortalecieron asimilando los esfuerzos de la OPEP+ por equilibrar el mercado energético ante una menor demanda y un exceso de oferta. En primera instancia, se acordó un [histórico recorte de producción de 9.7 Mbbl/d](#) en abril y posteriormente, el pacto se extendió hasta julio [retirando del mercado 9.6 Mbbl/d](#) con un monitoreo más estricto. En nuestra opinión esta disciplina dirigirá la estructura de la curva de futuros a *backwardation* (precio *spot* mayor que en futuros). Este impulso se ha reflejado en un incremento en los precios del crudo de ~80% respecto al cierre del 1T20; sin embargo, no ha sido suficiente para regresar a niveles de 2019. En este sentido, el Brent opera en 41 US\$/bbl (-38% en 2020) y el WTI en 39 US\$/bbl (-35% en 2020). El mercado estará atento a la próxima reunión de la OPEP+ el 30 de noviembre y 1 de diciembre, aunque no descartamos reuniones anticipadas en donde el pacto de recortes pudiera tener ajustes de corto plazo. Bajo esta coyuntura, estimamos un cierre de 2020 para el Brent en 40 US\$/bbl. En términos de gasolinas, la EIA estima 1.63 US\$/gal en diciembre para el PADD 3 (+6.1% vs mayo 2020) y para el gas natural pronostica un aumento de 69% a 3.06 US\$/MMBtu aludiendo a una recuperación en el mercado energético.

En metales, durante el semestre el desempeño de los precios fue positivo contrario a la dinámica observada en los industriales. En el primer grupo, el oro cerró junio en máximos no vistos en 8 años de 1,781 US\$/oz t (+12.9% t/t). Mantenemos una visión positiva para este metal ante la ola acomodaticia en la mayoría de los bancos centrales y la fase de recesión económica formal en EE.UU., que como hemos observado en las últimas dos recesiones (2001 y 2008), ha impulsado la demanda de oro. En el segundo grupo, las ganancias del 2T20 no compensaron las fuertes pérdidas de inicios de año, con el cobre registrando un *rally* de 30% desde mínimos de 2016 alcanzados en marzo. Conservamos una visión conservadora en este sector dado el aun frágil panorama económico. Por último, los granos concluyeron el semestre en mínimos históricos (-13.2% en 2020) ante la disrupción de las cadenas productivas. Para este rubro, esperamos una dinámica débil ante la incertidumbre de una pronta y amplia reapertura de la economía aunado a una alta probabilidad de condiciones climáticas neutras para el 3T20.

Desempeño de precios y estimados del consenso de mercado para commodities

Producto	Unidad	Spot*	Desempeño (%)			Pronósticos del consenso			
			2018	2019	2020	3T20	4T20	2020	2021
WTI	US\$/bbl	39.66	-24.84	34.46	-35.05	33.00	38.00	37.55	41.02
Brent	US\$/bbl	41.15	-19.55	22.68	-37.65	35.00	40.00	40.47	44.05
Gas Natural (H. Hub)	US\$/MMBtu	1.75	-0.44	-25.54	-19.92	2.00	2.36	1.96	2.59
Gasolina (RBOB)	US\$/gal	1.20	-26.43	28.26	-29.31	0.95	1.10	1.05	1.30
Oro	US\$/onza troy	1,781	-1.56	18.31	17.41	1,700	1,700	1,670	1,690
Plata	US\$/onza troy	18.21	-8.52	15.21	1.99	16.75	17.00	16.75	17.00
Cobre	US\$/tm	6,015	-17.69	3.50	-2.58	5,400	5,600	5,465	5,818
Maíz	US¢/bu	341	-2.38	-2.08	-15.02	335	350	345	381
Trigo	US¢/bu	492	-2.85	1.07	-13.45	521	518	525	501

Fuente: Bloomberg *al 30/jun/20; Por sus siglas en inglés RBOB (Reformulated gasoline blendstock for oxygenate blending)

Renta Fija

El mercado de tasas en México finalizó el 2T20 con un balance positivo, impulsado por la extensión del estímulo monetario sincronizado, el cual ya ha permeado de manera visible al uso de herramientas no convencionales en EM. La ola *dovish* en conjunto con las condiciones de crecimiento e inflación local permitieron a Banxico conservar su estrategia acomodaticia, la cual, junto a un mayor apetito por riesgo, resultó en una apreciación de 133pb en Bonos M. Los Cetes se apreciaron 153pb y los Udibonos 172pb, reflejando en estos últimos la expectativa de un periodo de mayor inflación en la segunda mitad del año, así como la incertidumbre sobre su variabilidad de más corto plazo, generando un importante encarecimiento en *breakevens*. En tanto, el balance en *Treasuries* fue más estrecho, apreciándose en la parte media 9pb pero más presionados al extremo largo conforme el financiamiento de los apoyos económicos se concentrará en emisiones de larga duración. Asimismo, este desempeño reflejó la percepción del mercado sobre una ejecución monetaria en EE.UU. que se mantendrá estable en términos de condiciones más laxas. En este sentido, si bien la posibilidad de tasas negativas en EE.UU. fue activo tema de discusiones y posicionamiento, la herramienta ha sido descartada por los miembros del *FOMC*. Con ello, los diferenciales entre Bonos M y *USTs* se comprimieron ~130pb, estabilizándose en niveles actuales. Los diferenciales contra UMS se contrajeron resultado de una apreciación de 56pb en promedio para estos últimos.

Santiago Leal

Subdirector Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio
santiago.leal@banorte.com

Nuestra visión para el 3T20 incorpora una parte corta de la curva nominal anclada bajo una expectativa sobre Banxico asequible y con poco espacio de fortalecimiento adicional previo a encarecerse, dado su descuento actual de recortes para 2020 de -105pb. Resultado de esta valuación justa esperamos niveles atractivos para posiciones largas en Bonos M de largo plazo con una pendiente que, si bien se ha comprimido contra su periodo más álgido en abril, continuará relativamente elevada capturando la escena de prevalecientes primas de riesgo y nuestra expectativa de que el vínculo geopolítico se agudizará con el proceso electoral norteamericano. En paralelo, buscaremos entradas para nuevas posiciones largas en Udibonos y aprovechar el mayor atractivo por *carry* en estos instrumentos durante el 2S20.

Pronósticos de tasas de interés

%

Instrumento	2016	2017	2018	2019	Pronósticos 2020				Pronósticos 2021			
					1T	2T	3T	4T	1T	2T	3T	4T
Tasa de referencia de Banxico												
Promedio	4.29	6.75	7.64	8.00	7.05	5.79	<u>4.50</u>	<u>4.00</u>	<u>4.00</u>	<u>4.00</u>	<u>4.00</u>	<u>4.00</u>
Fin de periodo	5.75	7.25	8.25	7.25	6.50	5.00	<u>4.00</u>	<u>4.00</u>	<u>4.00</u>	<u>4.00</u>	<u>4.00</u>	<u>4.00</u>
Cetes 28 días												
Promedio	4.17	6.70	7.64	7.87	7.00	5.53	<u>4.45</u>	<u>4.00</u>	<u>4.07</u>	<u>4.07</u>	<u>4.07</u>	<u>4.07</u>
Fin de periodo	5.78	7.26	8.06	7.13	6.39	4.81	<u>4.00</u>	<u>4.00</u>	<u>4.07</u>	<u>4.07</u>	<u>4.07</u>	<u>4.07</u>
TIIE 28 días												
Promedio	4.48	7.05	8.00	8.31	7.33	6.05	<u>4.80</u>	<u>4.25</u>	<u>4.39</u>	<u>4.46</u>	<u>4.46</u>	<u>4.46</u>
Fin de periodo	6.11	7.62	8.59	7.69	6.71	5.29	<u>4.30</u>	<u>4.20</u>	<u>4.46</u>	<u>4.46</u>	<u>4.46</u>	<u>4.46</u>
Bono México 10 años												
Promedio	6.21	7.15	7.93	7.61	6.88	6.39	<u>6.10</u>	<u>6.60</u>	<u>6.65</u>	<u>6.63</u>	<u>6.88</u>	<u>6.95</u>
Fin de periodo	7.44	7.64	8.63	6.85	7.09	5.81	<u>6.00</u>	<u>6.50</u>	<u>6.50</u>	<u>6.65</u>	<u>6.90</u>	<u>7.00</u>
Bono EE.UU. 10 años												
Promedio	1.84	2.33	2.91	2.14	1.38	0.68	<u>0.73</u>	<u>0.93</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	0.66	<u>0.85</u>	<u>1.00</u>	<u>1.10</u>	<u>1.25</u>	<u>1.50</u>	<u>1.80</u>
Diferencial 10 años México vs. EE.UU.												
Promedio	437	482	502	547	550	571	<u>537</u>	<u>567</u>	<u>552</u>	<u>545</u>	<u>550</u>	<u>530</u>
Fin de periodo	500	523	592	493	642	515	<u>515</u>	<u>550</u>	<u>540</u>	<u>540</u>	<u>540</u>	<u>520</u>

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

Deuda Corporativa

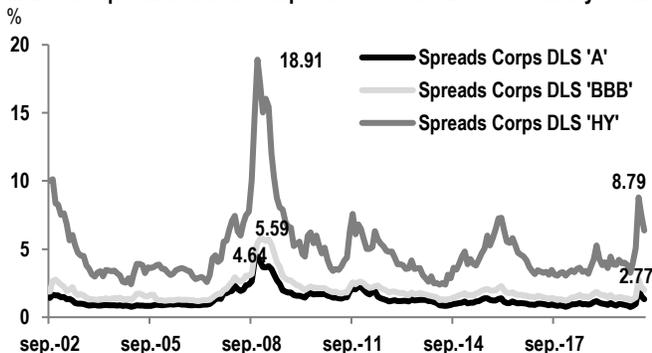
Ante una crisis sanitaria sin precedentes a nivel global, con afectaciones económicas aún difíciles de cuantificar, los corporativos se han enfrentado a importantes retos operativos y financieros que los podrían llevar a un rápido deterioro de su perfil financiero y crediticio. En particular, la mayor afectación se observaría durante el segundo trimestre de 2020 -con cifras a publicarse durante el 3T20-, periodo en el cual, ante las medidas precautorias de confinamiento, un gran número de empresas han tenido que recurrir a una rápida utilización de sus recursos líquidos, aunado a una limitada capacidad de generación de efectivo. A pesar de la poca visibilidad que tenemos en estos momentos sobre el impacto financiero, un referente a los efectos sobre el mercado de deuda corporativa es la crisis de 2008-2009. Durante 2008, en EE.UU. el mercado de bonos corporativos se enfrentó a un complejo escenario con una caída de 37.4% a/a en colocaciones, al tiempo que las primas por riesgo alcanzaron su nivel más alto desde 2002 (ver gráfica inferior, izquierda). Sin embargo, en 2020 no hemos observado movimientos tan pronunciados, el monto colocado asciende a US\$ 1.2 billones (+87.5% YTD) con presiones acotadas en diferenciales de tasa.

Tania Abdul Massih
 Director Deuda Corporativa
 tania.abdul@banorte.com

El caso de México es distinto. Al cierre de 2008 las colocaciones cayeron 23%, con presiones entre 70–100pb en los diferenciales de las muestras ‘AAA’. En comparación, durante los primeros seis meses de 2020 la caída en el monto emitido fue de 51.8%, pero con movimientos acotados en *spreads*, resultado del bajo nivel de operación del mercado. No obstante, las primas por riesgo han empezado a ajustarse al alza asimilando el mayor riesgo crediticio implícito en las emisiones más recientes. La aversión al riesgo ha limitado el apetito por este tipo de instrumentos, elevando el riesgo de refinanciamiento para los emisores.

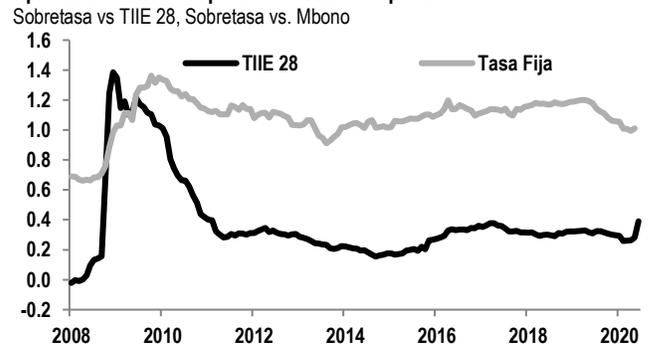
A lo largo del 1S20 el mercado mexicano permaneció prácticamente “cerrado”, y hacia el 3T20, consideramos que el riesgo de refinanciamiento se mantiene elevado, aunado a la expectativa de débiles resultados financieros y de diversas bajas de calificación. Los inversionistas permanecerán atentos al caso particular de Pemex y CFE, cuyos vencimientos programados para 2S20 ascienden a \$28,950 millones, casi la mitad de los vencimientos programados en el mercado de deuda corporativa. Pemex ha afirmado que cuenta con los recursos suficientes para hacer frente a sus obligaciones en 2020, sin embargo, esperamos débiles resultados al 2T20 derivado de la caída en el precio del petróleo durante este periodo aunado a la débil demanda registrada a nivel mundial.

Índice de spread de bonos corporativos en dólares vs Treasury 10 años



Fuente: Bloomberg

Spread de bonos corporativos 'AAA' en pesos



Fuente: PIP y Valmer

Últimas notas relevantes

Economía de México

- *IGAE – Contracción histórica, aunque ligeramente menor a la esperada en abril*, 26 de junio de 2020, [<pdf>](#)
- *Banxico – Un tono más dovish señala la voluntad de reducir la tasa aún más*, 25 de junio de 2020, [<pdf>](#)
- *PIB del 2020 se contraerá aún más ante el retraso en la reapertura económica*, 22 de junio de 2020, [<pdf>](#)
- *La pérdida de empleos continuó en mayo, aunque a un ritmo más moderado*, 12 de junio de 2020, [<pdf>](#)
- *Plan oficial para la reapertura de la economía*, 13 de mayo de 2020, [<pdf>](#)
- *Moody’s degrada deuda soberana y de Pemex, pero mantiene ‘grado de inversión’*, 17 de abril, [<pdf>](#)

Economía de Estados Unidos

- *Lo que hay que saber del COVID-19, crecimiento, Fed y elecciones presidenciales*, 4 de junio de 2020, [<pdf>](#)
- *Powell: Las tasas no irán a terreno negativo, pero permanecerían bajas por más tiempo*, 13 de mayo de 2020, [<pdf>](#)
- *PIB en 1T20 – Fuerte caída del consumo lleva al PIB a terreno de contracción*, 29 de abril de 2020, [<pdf>](#)
- *Mayor estímulo positivo para el crecimiento, a pesar del aumento en costos fiscales*, 24 de abril de 2020, [<pdf>](#)
- *Esperamos una contracción de 6.1% en el PIB de EE.UU. en el 2020*, 20 de abril de 2020, [<pdf>](#)
- *Avanza en el Senado el mayor paquete de estímulo fiscal en la historia*, 25 de marzo de 2020, [<pdf>](#)

Economía Global

- *Brasil – Se anunciaron medidas para permitir el buen funcionamiento de los mercados*, 24 de junio de 2020, [<pdf>](#)
- *Perspectivas de la Economía Mundial del FMI – Mayor caída del crecimiento y riesgos de medidas de estímulo en niveles de deuda*, 24 de junio de 2020, [<pdf>](#)
- *Brasil – Lo que hay que saber del COVID-19, crecimiento, situación fiscal y entorno político*, 17 de junio de 2020, [<pdf>](#)
- *Decisión del ECB: Ampliación del programa de compra de activos de emergencia*, 4 de junio de 2020, [<pdf>](#)
- *La Comisión Europea propuso un paquete de estímulo fiscal equivalente a 6.5% del PIB*, 27 de mayo de 2020, [<pdf>](#)
- *El PIB de China se contrajo en 1T20 por primera vez desde que hay historia de las cifras*, 17 de abril de 2020, [<pdf>](#)

Renta fija, tipo de cambio y commodities

- *Comisión de Cambios: Resultados de subasta financiamiento en USD*, 29 de junio de 2020, [<pdf>](#)
- *Calendario de emisiones 3T20: incremento en montos de emisión en Bonos M y Udibonos*, 26 de junio de 2020, [<pdf>](#)
- *Toma de utilidades en posiciones largas en el Udibono Nov'35*, 12 de junio de 2020, [<pdf>](#)
- *OPEP+: Extensión a recorte de producción ante dinámica del mercado de corto plazo*, 8 de junio de 2020, [<pdf>](#)

Mercado accionario

- *AEROPUERTOS (Mayo): Sigue fuerte impacto en pasajeros por COVID-19*, 8 de junio de 2020, [<pdf>](#)
- *ALSEA: El regreso paulatino hacia una 'nueva normalidad'*, 29 de mayo de 2020, [<pdf>](#)
- *FIBRA E CFE (FCFE), Inicio de Cobertura: Resiliente y con la distribución más atractiva*, 21 de mayo de 2020, [<pdf>](#)
- *RESULTADOS 1T20: Pocos efectos por la pandemia, pero preparándose para un 2T20 muy complicado*, 6 de mayo de 2020, [<pdf>](#)

Deuda Corporativa

- *Evolución de Spreads: Mayo 2020*, 4 de junio de 2020, [<pdf>](#)
- *Lo Último en Deuda Corporativa: Mayo 2020*, 4 de junio de 2020, [<pdf>](#)
- *Evolución CEDEVIS 1T20*, 12 de mayo de 2020, [<pdf>](#)
- *Evolución TFOVIS / FOVISCB: 1T20*, 7 de mayo de 2020, [<pdf>](#)
- *PEMEX – Resultados al 1T20*, 30 de abril de 2020, [<pdf>](#)

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

Ideas de inversión más recientes

Recomendación	P/G	Apertura	Cierre
Invertir en Udibono Nov'35	G	22-may.-20	12-jun.-20
Invertir en Bono M May'29	G	5-may.-20	22-may.-20
Largos tácticos en IRS de 1 y 2 años	G	20-mar.-20	24-abr.-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
Steeperener 5-10 años en TIIE-IRS	28pb	43pb	18pb	31pb	G ²	15-feb.-17	15-mar.-17
Steeperener 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% ¹	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.-13	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, Eridani Ruibal Ortega y Juan Barbier Arizmendi, certificamos que los puntos de vista que se expresan en este documento son reflejo fiel de nuestra opinión personal sobre la(s) compañía(s) o empresa(s) objeto de este reporte, de sus afiliadas y/o de los valores que ha emitido. Asimismo, declaramos que no hemos recibido, no recibimos, ni recibiremos compensación distinta a la de Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. por la prestación de nuestros servicios.

Declaraciones relevantes.

Conforme a las leyes vigentes y los manuales internos de procedimientos, los Analistas tienen permitido mantener posiciones largas o cortas en acciones o valores emitidos por empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores y que pueden ser el objeto del presente reporte, sin embargo, los Analistas Bursátiles tienen que observar ciertas reglas que regulan su participación en el mercado con el fin de prevenir, entre otras cosas, la utilización de información privada en su beneficio y evitar conflictos de interés. Los Analistas se abstendrán de invertir y de celebrar operaciones con valores o instrumentos derivados directa o a través de interpósita persona, con Valores objeto del Reporte de análisis, desde 30 días naturales anteriores a la fecha de emisión del Reporte de que se trate, y hasta 10 días naturales posteriores a su fecha de distribución.

Remuneración de los Analistas.

La remuneración de los Analistas se basa en actividades y servicios que van dirigidos a beneficiar a los clientes inversionistas de Casa de Bolsa Banorte y de sus filiales. Dicha remuneración se determina con base en la rentabilidad general de la Casa de Bolsa y del Grupo Financiero y en el desempeño individual de los Analistas. Sin embargo, los inversionistas deberán advertir que los Analistas no reciben pago directo o compensación por transacción específica alguna en banca de inversión o en las demás áreas de negocio. Actividades de las áreas de negocio durante los últimos doce meses.

Actividades de las áreas de negocio durante los últimos doce meses.

Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V., a través de sus áreas de negocio, brindan servicios que incluyen, entre otros, los correspondientes a banca de inversión y banca corporativa, a un gran número de empresas en México y en el extranjero. Es posible que hayan prestado, estén prestando o en el futuro brinden algún servicio como los mencionados a las compañías o empresas objeto de este reporte. Casa de Bolsa Banorte o sus filiales reciben una remuneración por parte de dichas corporaciones en contraprestación de los servicios antes mencionados.

En el transcurso de los últimos doce meses, Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V., no ha obtenido compensaciones por los servicios prestados por parte de la banca de inversión o por alguna de sus otras áreas de negocio de las siguientes empresas o sus filiales, alguna de las cuales podría ser objeto de análisis en el presente reporte.

Actividades de las áreas de negocio durante los próximos tres meses.

Casa de Bolsa Banorte, Grupo Financiero Banorte o sus filiales esperan recibir o pretenden obtener ingresos por los servicios que presta banca de inversión o de cualquier otra de sus áreas de negocio, por parte de compañías emisoras o sus filiales, alguna de las cuales podría ser objeto de análisis en el presente reporte.

Tenencia de valores y otras revelaciones.

Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. no mantiene inversiones, al cierre del último trimestre, directa o indirectamente, en valores o instrumentos financieros derivados, cuyo subyacente sean valores, objeto de recomendaciones, que representen el 1% o más de su cartera de inversión de los valores en circulación o el 1% de la emisión o subyacente de los valores emitidos.

Ninguno de los miembros del Consejo, directores generales y directivos del nivel inmediato inferior a éste de Casa de Bolsa Banorte, Grupo Financiero Banorte, funge con algún cargo en las emisoras que pueden ser objeto de análisis en el presente documento.

Los Analistas de Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. no mantienen inversiones directas o a través de interpósita persona, en los valores o instrumentos derivados objeto del reporte de análisis.

Guía para las recomendaciones de inversión.

	Referencia
COMPRA	Cuando el rendimiento esperado de la acción sea mayor al rendimiento estimado del IPC.
MANTENER	Cuando el rendimiento esperado de la acción sea similar al rendimiento estimado del IPC.
VENTA	Cuando el rendimiento esperado de la acción sea menor al rendimiento estimado del IPC.

Aunque este documento ofrece un criterio general de inversión, exhortamos al lector a que busque asesorarse con sus propios Consultores o Asesores Financieros, con el fin de considerar si algún valor de los mencionados en el presente reporte se ajusta a sus metas de inversión, perfil de riesgo y posición financiera.

Determinación de precios objetivo

Para el cálculo de los precios objetivo estimado para los valores, los analistas utilizan una combinación de metodologías generalmente aceptadas entre los analistas financieros, incluyendo de manera enunciativa, más no limitativa, el análisis de múltiplos, flujos descontados, suma de las partes o cualquier otro método que pudiese ser aplicable en cada caso específico conforme a la regulación vigente. No se puede dar garantía alguna de que se vayan a lograr los precios objetivo calculados para los valores por los analistas de Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V., ya que esto depende de una gran cantidad de diversos factores endógenos y exógenos que afectan el desempeño de la empresa emisora, el entorno en el que se desempeña e influyen en las tendencias del mercado de valores en el que cotiza. Es más, el inversionista debe considerar que el precio de los valores o instrumentos puede fluctuar en contra de su interés y ocasionarle la pérdida parcial y hasta total del capital invertido.

La información contenida en el presente reporte ha sido obtenida de fuentes que consideramos como fidedignas, pero no hacemos declaración alguna respecto de su precisión o integridad. La información, estimaciones y recomendaciones que se incluyen en este documento son vigentes a la fecha de su emisión, pero están sujetas a modificaciones y cambios sin previo aviso; Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. no se compromete a comunicar los cambios y tampoco a mantener actualizado el contenido de este documento. Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. no acepta responsabilidad alguna por cualquier pérdida que se derive del uso de este reporte o de su contenido. Este documento no podrá ser fotocopiado, citado, divulgado, utilizado, ni reproducido total o parcialmente sin previa autorización escrita por parte de, Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V.

GRUPO FINANCIERO BANORTE S.A.B. de C.V.
Dirección General Adjunta de Análisis Económico y Relación con Inversionistas

Gabriel Casillas Olvera	Director General Adjunto Análisis Económico y Relación con Inversionistas	gabriel.casillas@banorte.com	(55) 4433 - 4695
Raquel Vázquez Godínez	Asistente Dir. General Adjunta Análisis Económico y Relación con Inversionistas	raquel.vazquez@banorte.com	(55) 1670 - 2967
Lourdes Calvo Fernández	Analista (Edición)	lourdes.calvo@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2611

Análisis Económico y Estrategia Financiera de Mercados

Alejandro Padilla Santana	Director Ejecutivo Análisis Económico y Estrategia Financiera de Mercados	alejandro.padilla@banorte.com	(55) 1103 - 4043
Itzel Martínez Rojas	Analista	itzel.martinez.rojas@banorte.com	(55) 1670 - 2251

Análisis Económico

Juan Carlos Alderete Macal, CFA	Director Análisis Económico	juan.alderete.macal@banorte.com	(55) 1103 - 4046
Francisco José Flores Serrano	Subdirector Economía Nacional	francisco.flores.serrano@banorte.com	(55) 1670 - 2957
Katía Celina Goya Ostos	Subdirector Economía Internacional	katia.goya@banorte.com	(55) 1670 - 1821
Luis Leopoldo López Salinas	Analista Economía Internacional	luis.lopez.salinas@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2707

Estrategia de Mercados

Manuel Jiménez Zaldivar	Director Estrategia de Mercados	manuel.jimenez@banorte.com	(55) 5268 - 1671
-------------------------	---------------------------------	----------------------------	------------------

Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio

Santiago Leal Singer	Subdirector Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	santiago.leal@banorte.com	(55) 1670 - 2144
Leslie Thalía Orozco Vélez	Gerente Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	leslie.orozco.velez@banorte.com	(55) 5268 - 1698

Análisis Bursátil

Marissa Garza Ostos	Director Análisis Bursátil	marissa.garza@banorte.com	(55) 1670 - 1719
José Itzamna Espitia Hernández	Subdirector Análisis Bursátil	jose.espitia@banorte.com	(55) 1670 - 2249
Valentín III Mendoza Balderas	Subdirector Análisis Bursátil	valentin.mendoza@banorte.com	(55) 1670 - 2250
Víctor Hugo Cortes Castro	Subdirector Análisis Técnico	victorh.cortes@banorte.com	(55) 1670 - 1800
Eridani Ruibal Ortega	Analista	eridani.ruibal.ortega@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2755
Juan Barbier Arizmendi	Analista	juan.barbier@banorte.com	(55) 1670 - 1746

Análisis Deuda Corporativa

Tania Abdul Massih Jacobo	Director Deuda Corporativa	tania.abdul@banorte.com	(55) 5268 - 1672
Hugo Armando Gómez Solís	Subdirector Deuda Corporativa	hugo.gomez@banorte.com	(55) 1670 - 2247
Gerardo Daniel Valle Trujillo	Gerente Deuda Corporativa	gerardo.valle.trujillo@banorte.com	(55) 1670 - 2248

Estudios Económicos

Delia María Paredes Mier	Director Ejecutivo Estudios Económicos	delia.paredes@banorte.com	(55) 5268 - 1694
Miguel Alejandro Calvo Domínguez	Subdirector Estudios Económicos	miguel.calvo@banorte.com	(55) 1670 - 2220

Banca Mayorista

Armando Rodal Espinosa	Director General Banca Mayorista	armando.rodal@banorte.com	(55) 1670 - 1889
Alejandro Aguilar Ceballos	Director General Adjunto de Administración de Activos	alejandro.aguilar.cebillos@banorte.com	(55) 5004 - 1282
Alejandro Eric Faesi Puente	Director General Adjunto de Mercados y Ventas Institucionales	alejandro.faesi@banorte.com	(55) 5268 - 1640
Alejandro Frigolet Vázquez Vela	Director General Adjunto Sólida	alejandro.frigolet.vazquezvela@banorte.com	(55) 5268 - 1656
Arturo Monroy Ballesteros	Director General Adjunto Banca Inversión	arturo.monroy.ballesteros@banorte.com	(55) 5004 - 5140
Carlos Alberto Arciniega Navarro	Director General Adjunto Tesorería	carlos.arciniega@banorte.com	(81) 1103 - 4091
Gerardo Zamora Nanez	Director General Adjunto Banca Transaccional y Arrendadora y Factor	gerardo.zamora@banorte.com	(81) 8173 - 9127
Jorge de la Vega Grajales	Director General Adjunto Gobierno Federal	jorge.delavega@banorte.com	(55) 5004 - 5121
Luis Pietrini Sheridan	Director General Adjunto Banca Patrimonial y Privada	luis.pietrini@banorte.com	(55) 5249 - 6423
Lizza Velarde Torres	Director Ejecutivo Gestión Banca Mayorista	lizza.velarde@banorte.com	(55) 4433 - 4676
Oswaldo Brondo Menchaca	Director General Adjunto Bancas Especializadas	oswaldo.brondo@banorte.com	(55) 5004 - 1423
Raúl Alejandro Arauzo Romero	Director General Adjunto Banca Transaccional	raul.arauzo@banorte.com	(55) 5261 - 4910
René Gerardo Pimentel Ibarrola	Director General Adjunto Banca Corporativa e Instituciones Financieras	pimentelr@banorte.com	(55) 5004 - 1051
Ricardo Velázquez Rodríguez	Director General Adjunto Banca Internacional	rvelazquez@banorte.com	(55) 5004 - 5279
Víctor Antonio Roldan Ferrer	Director General Adjunto Banca Empresarial	victor.rolan.ferrer@banorte.com	(55) 1670 - 1899