

Perspectiva 4T20 – Mercados enfrentando la pandemia, el ritmo de la recuperación y las elecciones en EE.UU.

Los mercados globales han mostrado una elevada resiliencia en los últimos meses, a pesar del difícil panorama derivado de la actual crisis sanitaria. Los datos sugieren que el impacto económico más importante, derivado de la pandemia de COVID-19, se observó durante el 2T20 y que la actividad económica se recuperó en el 3T20, sustentada por la aplicación de políticas acomodaticias sin precedentes y estrategias para levantar las restricciones de movilidad. No obstante, varias regiones, como Europa y Asia, se enfrentan a segundas olas de contagio, lo que supone un riesgo para el ritmo de recuperación y muestra recientemente una pérdida temporal de impulso. Además, tenemos que reconocer que la economía mundial probablemente se enfrente a un peligro duradero derivado de las secuelas de la pandemia, que se traducirá en la pérdida del crecimiento potencial o incluso en una mayor brecha de pobreza, como advirtieron recientemente distintas autoridades globales en el marco de las reuniones conjuntas anuales organizadas por el Banco Mundial y el Fondo Monetario Internacional.

Un elemento crucial que podría ayudar a hogares y empresas a transitar por este complejo entorno es la respuesta de bancos centrales y gobiernos. Desde el punto de vista de la política monetaria, los bancos centrales tienen menos margen de maniobra para usar sus instrumentos tradicionales, pero están dispuestos a mantener las condiciones monetarias laxas durante más tiempo, incluso con medidas no convencionales. Por lo anterior, la política fiscal seguirá desempeñando un papel fundamental. La respuesta fiscal hasta ahora se sitúa en US\$13 billones o casi el 15% del PIB mundial entre los 196 países a los que el FMI da seguimiento, con una alta probabilidad de que se produzcan estímulos adicionales, principalmente en EE.UU. y otras economías avanzadas. Estas expectativas han reducido la aversión al riesgo.

Los factores geopolíticos serán una característica relevante en el 4T20 y definirán el panorama para 2021. En el corto plazo, los mercados se centrarán en las elecciones de EE.UU., con las más recientes encuestas y pronósticos que muestran una victoria de Joe Biden sobre Donald Trump. Otro aspecto clave será la composición de la Cámara de Representantes y el Senado, con apuestas crecientes de una mayoría demócrata, también conocida como "ola azul".

México tratará de hacer frente a los desafíos y riesgos. Teniendo en cuenta la dinámica económica y política actual, ajustamos nuestro estimado de PIB para 2020 de -9.8% a -9.0% y para 2021 de +1.8% a +4.1%. Dentro de este contexto esperamos que Banxico se mantenga sin cambios durante el resto del año y que los esfuerzos del gobierno se centren en la recuperación, pero sin medidas adicionales.

Pronósticos de las principales variables macroeconómicas y financieras en México

Fin de periodo

	1T20	2T20	3T20	4T20	2020	2021
PIB (% a/a)	-1.3	-18.7	-9.5	-6.3	-9.0	4.1
Inflación (% a/a)	3.2	3.3	4.0	3.7	3.7	4.2
USD/MXN	23.67	22.99	22.11	22.00	22.00	21.00
Tasa de referencia de Banxico (%)	6.50	5.00	4.25	4.25	4.25	4.25
TIE de 28 días (%)	6.71	5.28	4.55	4.60	4.60	4.67
IPC (puntos)	34,555	37,716	37,458	39,300	39,300	--

Fuente: Banorte

19 de octubre 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.magal@banorte.com

Manuel Jiménez

Director Estrategia de Mercados
manuel.jimenez@banorte.com

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

Tras la [histórica caída de 18.7% a/a del PIB en el 2T20](#), los datos más oportunos del tercer trimestre apuntan a que la actividad repuntó con mayor vigor al esperado, por lo que hemos revisado nuestros estimados. Como resultado, ahora anticipamos una contracción de -9.0% a/a en todo 2020 desde -9.8%, con avances secuenciales más fuertes en la segunda mitad del año. En específico, identificamos tres tendencias que han favorecido a la actividad: (1) Un mayor impulso de la demanda externa, principalmente desde EE.UU.; (2) un mejor comportamiento en categorías relevantes en servicios, como las ventas al menudeo, con un fuerte soporte de las remesas y una recuperación más rápida de lo anticipado de la movilidad, con cierta fatiga por la pandemia; y (3) menor debilidad a lo previsto en categorías como minería y construcción. A nivel sectorial y por el lado de la demanda, las exportaciones netas (exportaciones menos importaciones) serían más favorables, con ajustes más marginales al alza en inversión y consumo (ver tabla abajo, izquierda). Del lado de la oferta, el sector más beneficiado sería el industrial –principalmente por el dinamismo de las manufacturas–, aunque también con los servicios más fuertes.

En este contexto, también revisamos nuestro pronóstico para 2021, anticipando ahora una expansión de 4.1% a/a, superior al 1.8% previo. A pesar de esto, la recuperación aún sería moderada, con el total de actividad en el año todavía 5.5% debajo de lo registrado en 2018. Parte de la modificación se debe a un mayor efecto inercial, considerando que esperamos más actividad al cierre de 2020, además de un efecto de base muy favorable. Seguimos pensando que el desempeño en los dos primeros trimestres será más moderado (ver gráfica abajo, derecha). No obstante, a partir del 3T21 nuestro escenario base contempla una recuperación más agresiva bajo el supuesto de que una vacuna podría estar lista para su distribución. Por su parte, el impulso del exterior continuaría apoyado por nuevos estímulos. Adicionalmente, tras la posible victoria de Biden (ver sección *Elecciones en EE.UU.*) una mayor certidumbre sobre el comercio global ayudaría a dinamizar los flujos, con los esfuerzos de empresas por diversificar sus cadenas de suministro extendiéndose, con México beneficiándose del T-MEC a costa sobre todo de China. La demanda interna continuaría rezagada, aunque menos de lo esperado tomando en cuenta una recuperación lenta, pero persistente, en el empleo, así como la inusitada fortaleza de las remesas soportando al consumo privado. Por último, y en menor medida, la inversión mejoraría tras dos años a la baja, con cierto apoyo del [último plan público-privado de infraestructura](#).

Estimado del PIB en 2020

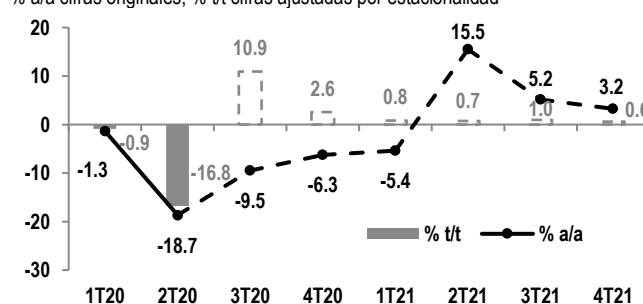
% a/a cifras originales; % t/t cifras ajustadas por estacionalidad

% a/a	1T20	2T20	3T20	4T20	2020
PIB	-1.3	-18.7	-9.5	-6.3	-9.0
Consumo privado	-0.5	-20.6	-12.5	-7.5	-10.3
Inversión	-9.3	-34.0	-18.4	-16.2	-19.4
Gasto de gobierno	3.4	2.4	-3.3	-4.5	-0.5
Exportaciones	1.8	-30.9	-8.8	1.2	-9.6
Importaciones	-3.2	-29.7	-19.2	-9.2	-15.4
% t/t					
PIB	-1.2	-17.1	10.9	2.6	--

Fuente: INEGI, Banorte

PIB

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



Fuente: INEGI, Banorte

Estados Unidos

[Después de una profunda contracción de 31.7% t/t en 2T20](#), las señales apuntan a un fuerte repunte de la actividad económica en el tercer trimestre, apoyado por la reapertura y paquetes de estímulo [tanto fiscales](#) como [monetarios](#) sin precedentes. Sin embargo, una segunda ola de contagios ha limitado la reapertura, mientras que la mayoría de los programas de apoyo fiscal han expirado o están próximos a hacerlo y las negociaciones sobre un nuevo paquete de estímulo siguen sin avanzar. En este contexto, vemos el riesgo de una desaceleración en el 4T20, con señales de que el consumo ha empezado a moderarse nuevamente.

Uno de los temas más controversiales que ha impedido la aprobación de un nuevo estímulo es la extensión de los beneficios adicionales por desempleo tras su expiración el 31 de julio. Esto se da en un contexto en el cual se acumula una pérdida neta de 10.3 millones de empleos en lo que va del año al mes de septiembre, con amenazas de nuevos recortes en 4T20 por grandes empresas. Además, lo más factible es que la población tendrá acceso a una vacuna contra el COVID-19 hasta la segunda mitad del 2021, como han dicho las agencias científicas y farmacéuticas. En este escenario, muchas actividades no podrán reanudarse al 100%, especialmente en los servicios. Por su parte, la política monetaria sigue muy laxa y [la nueva estrategia del banco central](#) le otorga un sesgo inclusive más *dovish*, apuntando a una tasa de referencia en el rango actual por un periodo muy prolongado, que estimamos al menos hasta finales del 2022. Al mismo tiempo, los miembros del Fed se muestran cada vez más inclinados a una ampliación del programa de compra de activos, lo que pensamos que podría materializarse este mismo año.

A pesar de estos retos, la economía caería menos de lo que creíamos al considerar las medidas de estímulo y la recuperación observada hasta ahora, por lo que ajustamos nuestra proyección de crecimiento para 2020 de -6.1% a -4.1%. En específico, para 3T20 estimamos un mayor repunte –de 27% trimestral anualizado– y para el último trimestre un alza de 6.1%. Para 2021 anticipamos una recuperación de 3.9%, con lo que EE.UU. prácticamente habría revertido el golpe de la pandemia en un año. El estimado incorpora nuestro escenario base de un triunfo electoral del partido Demócrata (ver siguiente sección). Entre los principales supuestos, sobresale: (1) Un nuevo paquete de estímulo fiscal tras las elecciones; (2) una ampliación del programa de compra de activos; (3) bajas bases de comparación; (4) disponibilidad de la vacuna para toda la población en 2S21; y (5) menores tensiones con China y disminución en la probabilidad de aranceles al comercio.

Estimados Banorte sobre Estados Unidos

	1T20	2T20	3T20	4T20	2020*
PIB (% t/t anualizado)*	-5.0	-31.7	<u>27.0</u>	<u>6.1</u>	<u>-4.1</u>
Consumo Privado	-6.9	-34.1	<u>36.0</u>	<u>6.1</u>	<u>-4.3</u>
Inversión Fija	-1.4	-28.9	<u>6.1</u>	<u>3.9</u>	<u>-5.1</u>
Exportaciones	-9.5	-63.2	<u>21.6</u>	<u>5.3</u>	<u>-16.1</u>
Importaciones	-15.0	-54.0	<u>17.0</u>	<u>3.9</u>	<u>-16.0</u>
Inflación (% anual, promedio)	2.1	0.3	<u>1.2</u>	<u>1.5</u>	<u>1.3</u>
Tasa de desempleo (% fdp)	4.4	11.1	7.9	<u>7.5</u>	<u>7.5</u>
Creación de empleo (miles)	-908	-13,288	<u>3,911</u>	<u>2,700</u>	<u>-7,585</u>

* 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

Katia Goya

Subdirector Economía Internacional
katia.goya@banorte.com

Elecciones en EE.UU.

A menos de un mes de las elecciones, las miradas se centran en el último debate entre los candidatos esta semana y los resultados del 3 de noviembre, con una ventaja de 9.2pp de Joe Biden sobre Donald Trump en el promedio de encuestas. Estas últimas apuntan a su triunfo en la mayoría de los llamados [swing states](#): (1) Florida con +2.7pp; (2) Wisconsin +6.3pp; (3) Michigan +7.2pp; (4) Pensilvania +7.0pp; (5) Carolina del Norte +3.3pp; y (6) Arizona +3.0pp, entre otros.

A pesar de lo anterior, las dudas prevalecen sobre quién ganará la presidencia, en un contexto donde, a 15 días de la elección en 2016, Hillary Clinton tenía una ventaja de 5.5pp. Además de esto, el proceso será un evento sin precedentes ante los riesgos que implica ir a votar a las casillas debido a la pandemia, por lo que se ha promovido el voto por correo, mismo que históricamente ha beneficiado a los Demócratas. En este escenario, Trump no se ha comprometido en reconocer un triunfo de Biden, lo que podría resultar en un escenario de volatilidad y fuerte incertidumbre sobre la fecha en que eventualmente se conocería el resultado y la decisión de la Suprema Corte. Si bien la noche del 3 de noviembre o la madrugada del día 4 se puede saber quién obtuvo los 270 votos electorales requeridos para ganar, no es sino hasta el 14 de diciembre que los electores del Colegio Electoral emiten formalmente sus votos. Más tarde, el 6 de enero, el Congreso recibirá los votos electorales de los estados para recontarlos y certificarlos, y el 20 de enero se celebrará la ceremonia de investidura.

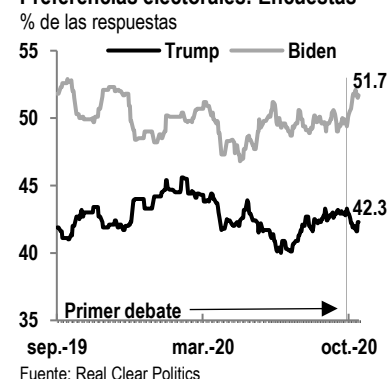
De existir una disputa, esta no sería la primera vez. El antecedente más reciente está en lo que ocurrió en 2000 entre George Bush y Al Gore, con 246 y 260 votos electorales, respectivamente, quedando los 25 votos de Florida en disputa ante un resultado muy apretado. Bush lideraba a Gore con sólo 1,784 votos en ese estado, por lo que el candidato Demócrata solicitó el recuento de votos en algunos condados. De esta forma, el ganador no se conoció el 7 de noviembre, día de la elección. Aunque no se cumplió el recuento, la Secretaría de Estado de Florida declaró ganador a Bush. Por el contrario, la Suprema Corte del estado solicitó que se llevara a cabo un recuento manual de todos los votos. No obstante, el 12 de diciembre la Suprema Corte de EE.UU. revirtió dicha decisión, otorgando los 25 votos al Republicano George Bush, ganando así la elección presidencial. Cabe destacar que Gore aceptó su derrota en dicha ocasión, disminuyendo la incertidumbre. Nuestro caso base es que Biden será el ganador. Sin embargo, es probable que Trump haga llamados de fraude en caso de un resultado muy apretado, lo que podría aumentar las tensiones y extender la volatilidad por mayor tiempo.

Otro tema muy relevante es qué tanta fuerza tendrá el ganador en el Congreso para implementar su agenda, teniendo en cuenta que habrá elecciones también de toda la Cámara de Representantes y un tercio del Senado. Todo apunta a que los Demócratas mantendrán el control de la Cámara Baja, pero la moneda está en el aire respecto al Senado, donde actualmente la mayoría es de los Republicanos. Nuestra expectativa es la de un triunfo de los Demócratas en ambas Cámaras, escenario conocido como “Blue Wave”. Esto permitiría a Biden avanzar su agenda sin grandes contratiempos, con una de las propuestas que más ha preocupado a los mercados siendo la de aumentar el ISR del 21% al 28% a personas de mayores ingresos.

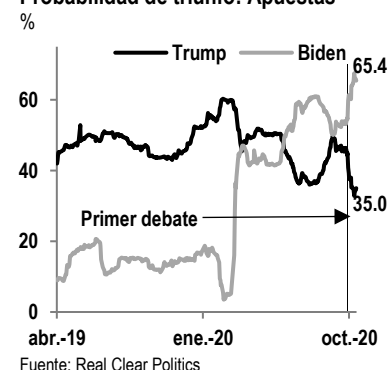
Katia Goya

Subdirector Economía Internacional
katia.goya@banorte.com

Preferencias electorales: Encuestas



Probabilidad de triunfo: Apuestas



Global

De acuerdo con el FMI en su última actualización de las [*Perspectivas de la Economía Mundial*](#), el mundo sufrirá una fuerte contracción de 4.4% en 2020. La institución estima que todas las regiones enfrentarán caídas este año, con excepción de China que podrá, al menos, crecer 1.9%. En este contexto, hemos visto una respuesta inédita de política monetaria de los principales bancos centrales en la mayoría de los países, tanto avanzados como emergentes. En tanto, las medidas fiscales aplicadas hasta ahora para hacer frente a la pandemia se han concentrado principalmente en las economías avanzadas, alcanzando 9.0% del PIB, mientras que en los emergentes el espacio y disposición de los gobiernos ha sido más limitado, alcanzado 3.5% del PIB.

La Eurozona es una de las regiones que habrá resentido los mayores estragos de la pandemia y el FMI anticipa una contracción de 8.3% del PIB este año. Nosotros consideramos que el escenario podría complicarse aún más ante el fuerte repunte en los contagios, lo que ha llevado a implementar nuevamente medidas de contención en varios países. La debilidad de la actividad económica ha llevado la inflación a niveles muy bajos y lejanos a la meta de “*cerca pero por debajo de 2%*”. En este contexto, esperamos nuevas medidas de estímulo monetario por parte del ECB, específicamente la ampliación, en €350,000 millones, del programa de compra de activos de emergencia para hacer frente a la pandemia. A lo anterior hay que añadir un deterioro adicional si se materializa el *Brexit* sin acuerdo el 31 de diciembre. La probabilidad de este escenario ha aumentado después de que el primer ministro del Reino Unido, Boris Johnson, afirmó la semana pasada que se prepararán para una salida sin tratado ya que la Unión Europea debe cambiar su postura en las negociaciones. La situación sigue siendo muy fluida, aunque complicada, incluso en un contexto en el cual es probable que las pláticas entre ambas partes continúen.

Por su parte, Latinoamérica continúa fuertemente impactada por la pandemia, con Brasil en el tercer lugar del mundo en número de contagios, Argentina en el quinto y Colombia en el sexto. De acuerdo con el FMI, la región tendrá una contracción de 8.1% este año. En Brasil, la institución estima una caída de 5.8% en el 2020 y un crecimiento de 2.8% en 2021, en un contexto donde la economía se ha visto apoyada por agresivos programas de estímulo fiscal que, sin embargo, están programados para finalizar en diciembre de este año. Lo que se ha observado hasta ahora es una recuperación desigual entre sectores: (1) Los servicios permanecen 9.8% por debajo de los niveles pre-pandemia, mientras que la producción industrial está sólo 2.6% debajo de los niveles de febrero. Si bien las medidas de apoyo fiscal han apuntalado la recuperación, significan importantes retos para las cuentas públicas, especialmente en un contexto donde se especula que podrían extenderse las transferencias directas a los hogares hasta 2021. Los incentivos para que esto ocurra son elevados ante la intención de Bolsonaro de reelegirse en 2022. Por lo tanto, la continuidad de políticas populistas a expensas de la disciplina fiscal y la agenda de reformas es altamente probable. En este contexto, las miradas están puestas en las elecciones municipales en noviembre que serán un buen monitor del sentimiento. Es así que, en términos más generales, creemos que un creciente enfoque de los inversionistas interesados en la región estará en potenciales bajas adicionales de las calificaciones crediticias por parte de las principales agencias calificadoras, ante la difícil coyuntura que enfrentan por la pandemia y su impacto en el crecimiento, la necesidad de estímulos y el limitado espacio fiscal para realizarlos.

Katia Goya

Subdirector Economía Internacional
katia.goya@banorte.com

Renta Fija Gubernamental

La curva de rendimientos mexicana se empinó en el 3T20, con Cetes apreciándose 47pb, Bonos M cortos ganando 23pb y presionándose 10pb en mayores duraciones, junto a un desempeño similar en derivados de TIIE-28. Por su parte, los Udibonos se apreciaron principalmente en 1 a 3 años. Esta dinámica siguió nuestra expectativa de ajustes en plazos cortos limitados a la inercia de flexibilización de Banxico, en tanto la parte larga capturó los elementos de riesgo durante el trimestre. Los *Treasuries* operaron estables, permitiendo cierta contracción en la prima de riesgo local.

Esperamos un cierre de año que conserve una curva mexicana anclada en la parte corta, donde vemos un espacio de movimiento marcadamente estrecho, más aún al considerar un mercado que todavía incorpora recortes implícitos para Banxico por -8pb este año y -17pb acumulados para el 2T21. Este descuento contrasta con nuestra expectativa de una tasa sin cambios en 4.25% este y el siguiente año, pero refleja, entre otros factores, la división al interior de la Junta de Gobierno y refuerza nuestra lectura de poco valor en instrumentos de corto plazo. En tanto, mantenemos una visión de pendientes empinadas para el resto del año y agudizándose hacia 2021. Una vez la coyuntura política en EE.UU. alcance resolución, el posible efecto positivo a mercados emergentes pudiera extender el aplanamiento más reciente, aunque en nuestra opinión el espacio de recorrido es modesto y temporal. Cruzando a 2021, esperamos una prima de riesgo consistente con posibles ajustes a la calificación soberana (sin perder el grado de inversión) en medio de un año electoral que también nutrirá riesgos idiosincráticos. Adicionalmente, la fuerte correlación con *Treasuries*, actualmente en +70% en la zona de 10 años y repuntando, también argumenta a pendientes empinadas hacia delante. Favorecemos liquidez a la espera de mejores condiciones de mercado, con atractivo para estrategias tácticas en la región de 20 años en Bonos M. Aunque aún lejano y condicionado al sentimiento global, niveles próximos a 120pb en el diferencial 2/10 en TIIEs señalarían entradas para posiciones de valor relativo favoreciendo un nuevo empinamiento. En cuanto Udibonos, el *carry* en los siguientes meses aún nos parece atractivo por lo que buscaremos mayor abaratamiento en *breakevens* y capitalizar esta opción defensiva.

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	4.72	<u>4.25</u>	<u>4.25</u>	<u>4.25</u>	<u>4.25</u>	<u>4.25</u>
Fin de periodo	5.75	7.25	8.25	7.25	6.50	5.00	4.25	<u>4.25</u>	<u>4.25</u>	<u>4.25</u>	<u>4.25</u>	<u>4.25</u>
Cetes 28 días												
Promedio	4.17	6.70	7.64	7.87	7.00	5.53	4.68	<u>4.25</u>	<u>4.32</u>	<u>4.32</u>	<u>4.32</u>	<u>4.32</u>
Fin de periodo	5.78	7.26	8.06	7.13	6.39	4.81	4.27	<u>4.25</u>	<u>4.32</u>	<u>4.32</u>	<u>4.32</u>	<u>4.32</u>
TIIE 28 días												
Promedio	4.48	7.05	8.00	8.31	7.33	6.05	4.97	<u>4.60</u>	<u>4.67</u>	<u>4.67</u>	<u>4.67</u>	<u>4.67</u>
Fin de periodo	6.11	7.62	8.59	7.69	6.71	5.29	4.55	<u>4.60</u>	<u>4.67</u>	<u>4.67</u>	<u>4.67</u>	<u>4.67</u>
Bono México 10 años												
Promedio	6.21	7.15	7.93	7.61	6.88	6.39	5.81	<u>6.00</u>	<u>6.33</u>	<u>6.38</u>	<u>6.40</u>	<u>6.65</u>
Fin de periodo	7.44	7.64	8.63	6.85	7.09	5.81	5.83	<u>6.15</u>	<u>6.50</u>	<u>6.25</u>	<u>6.50</u>	<u>6.75</u>
Bono EE.UU. 10 años												
Promedio	1.84	2.33	2.91	2.14	1.38	0.68	0.65	<u>0.70</u>	<u>0.77</u>	<u>0.90</u>	<u>1.05</u>	<u>1.20</u>
Fin de periodo	2.44	2.41	2.71	1.92	0.67	0.66	0.68	<u>0.75</u>	<u>0.80</u>	<u>1.00</u>	<u>1.10</u>	<u>1.25</u>
Diferencial 10 años México vs. EE.UU.												
Promedio	437	482	502	547	550	571	509	<u>530</u>	<u>556</u>	<u>548</u>	<u>535</u>	<u>545</u>
Fin de periodo	500	523	592	493	642	515	515	<u>540</u>	<u>570</u>	<u>525</u>	<u>540</u>	<u>550</u>

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

Tipo de Cambio

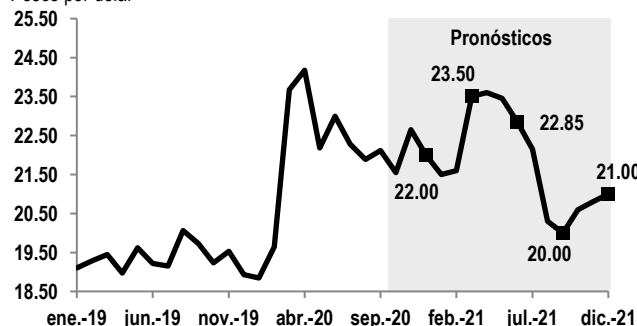
El dólar norteamericano hiló dos trimestres bajo pérdidas al cierre del 3T20 alcanzando en el índice DXY mínimos desde 2018, en un contexto donde todas las divisas desarrolladas se fortalecieron y las emergentes registraron un desempeño mixto con fuertes pérdidas en RUB y TRY. El USD/MXN se apreció 3.9% t/t a 22.11, su segundo trimestre positivo, alcanzando en septiembre niveles de hasta 20.85 no vistos desde marzo, aunque conserva una depreciación en 2020 de 14.4%.

El marco de operación para el MXN en la recta final del 2020 combinará una fase de elevada volatilidad y cierta ambigüedad para la dirección del USD conforme el proceso electoral en EE.UU. se define bajo una escena política encontrada por las necesidades de apoyo fiscal adicional. Reiteramos nuestro pronóstico para cierre de año en USD/MXN 22.00, estimando niveles aun estresados en las siguientes semanas conforme el mercado cubre el riesgo de la elección. Desde este pico proyectamos una recuperación acorde con mejor apetito por riesgo y un dólar que incorporará mayor debilidad de mediano plazo por el efecto de un déficit fiscal ampliándose y la extensión de una postura monetaria ultra laxa, independientemente de las políticas de la siguiente administración. En este sentido, la victoria de Biden y una “ola azul” probablemente resultarían en presiones adicionales al USD. Sin embargo, la configuración actual en encuestas y otros predictores ampliando la ventaja de Biden ha diluido la percepción del riesgo sobre el escenario de un retraso sustancial en la definición electoral, impulsando moderación en la volatilidad implícita en varias clases de activos, que en nuestra opinión pudiera señalar complacencia juzgando por el desarrollo de elecciones previas y las sorpresas que ésta ya ha incorporado. Por ello, favorecemos un posicionamiento cauteloso donde la zona de 20.85 debería mantenerse como una resistencia fuerte para el MXN. Asimismo, nuestro estimado de valor justo se ha mantenido consistente los últimos meses en alrededor de 20.50.

La recuperación económica hacia 2021 será marcadamente desigual entre regiones por lo que si bien reconocemos el impulso que una vacuna pudiera agregar al sentimiento del mercado en general, la diferenciación entre divisas emergentes prevalecerá. El posicionamiento para el MXN ha reflejado preferencia temporal para largos y aún tiene amplio espacio para incrementar donde los niveles extremos que actualmente registra EUR pudieran redistribuirse a su favor, capturando interés por estrategias de *carry* una vez la volatilidad se estabilice. Con ello mantenemos nuestro estimado para fin de 2021 en 21.00 con una trayectoria capturando retos importantes para la percepción de riesgo local con presiones visibles en la primera mitad del año.

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	22.11	22.08
4T20	22.00	22.07
1T21	23.50	22.20
2T21	22.85	23.30
3T21	20.00	20.82
4T21	21.00	20.80

Fuente: Banorte

*Cifras subrayadas con pronósticos

Índices Accionarios

En los últimos meses los mercados accionarios borraron gran parte de las pérdidas acumuladas en el año, impulsados por políticas económicas sin precedentes que se pusieron en marcha para hacer frente al impacto de la pandemia, y datos económicos que aludían a que, efectivamente, lo peor quedó atrás con la reapertura de actividades. En este contexto de abundante liquidez en los mercados, las bolsas en EE.UU. alcanzaron nuevos máximos históricos particularmente en el mes de septiembre, principalmente apoyadas por el sólido desempeño del sector tecnológico que se ha visto beneficiado en esta ‘nueva normalidad’. No obstante, el arranque del proceso electoral en EE.UU. comenzó a ser un factor de volatilidad, al considerarse que, en caso de una transición, la misma pudiese darse con fricciones. Aunado a lo anterior, en un contexto de preocupaciones por la posibilidad de que –con un cambio de gobierno– se impongan mayores impuestos que mermen las utilidades, y mientras los contagios a nivel mundial siguen repuntando, los inversionistas han comenzado a cuestionarse la sostenibilidad de las valuaciones. Aunque los resultados de las empresas comienzan a mejorar, lo más importante será vislumbrar qué tan rápida o sostenible es la recuperación, mientras el entorno continúa siendo retador, con el riesgo latente de un posible rebrote de COVID-19 a nivel global y la cada vez más imperativa necesidad de aprobar mayores estímulos.

Nivel de referencia S&P500. El avance en el índice ha estado sustentado por los estímulos fiscales y monetarios sin precedentes, así como por la recuperación de la actividad económica. El consenso de Bloomberg estima una caída de 19.3% a/a para las utilidades de 2020 y una recuperación de 24.1% en 2021. Con estos supuestos y un múltiplo P/U fwd 2021 de 22.3x (en línea con el múltiplo actual) estimamos que el S&P500 podría cerrar el 2020 en 3,630pts; sin embargo, no descartamos mayor volatilidad ante la incertidumbre del proceso electoral.

Nivel de referencia IPC. En México, los primeros indicios de la recuperación y las estrategias implementadas por las compañías, enfocadas a adaptar sus actividades a la ‘nueva normalidad’ y hacer más eficientes sus operaciones, nos han llevado a revisar ligeramente al alza nuestro nivel de referencia para el IPC 2020E a 39,300 puntos desde 38,000pts (+3.4%). En nuestro modelo de valuación relativa, ahora anticipamos que el EBITDA caiga 3.7% a/a en 2020 (vs -7.9% anterior) y un incremento interanual de 5.3% en la deuda neta (+9.7% anterior) en las empresas que integran al IPC, donde también vale la pena recordar que recientemente hubo un cambio en la muestra que lo compone. Mientras tanto, asumimos un múltiplo objetivo FV/EBITDA de 7.2x, en línea con el promedio del último año en 7.3x; pero todavía reflejando un descuento cercano al 9.0% vs del de tres años en 8.0x debido a la complejidad del entorno global.

Creemos que, de cara hacia el 2021, la perspectiva económica, ciertamente, luce menos adversa. Sin embargo, no debemos dejar de lado que aún prevalecen varios riesgos en el horizonte, como la celebración de las elecciones intermedias –habrán de ser las más grandes en la historia de nuestro país–, la posibilidad de una rebaja de calificación crediticia, un menor espacio para estímulos, riesgos idiosincráticos, y por supuesto, mientras no exista vacuna o tratamiento efectivo, un potencial rebrote de coronavirus.

Marissa Garza

Director Análisis Bursátil
marissa.garza@banorte.com

2020: Pronóstico S&P 500

Puntos

P/U fwd	S&P 500 (puntos)	Rendimiento Estimado (%)
23.0x	3,744	7.7
22.6x	3,679	5.8
22.3x	3,630	4.4
22.0x	3,582	3.0
21.6x	3,516	1.1

Fuente: Banorte

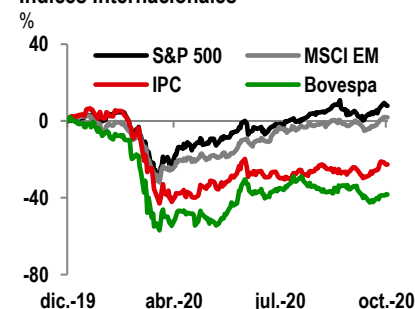
2020: Pronóstico IPC

Puntos

FV/EBITDA	IPC (puntos)	Rendimiento Estimado (%)
7.6x	42,400	11.6
7.4x	40,848	7.5
7.2x	39,296	3.5
7.0x	37,774	-0.6
6.8x	33,192	-4.7

Fuente: Banorte

Índices Internacionales



Fuente: Banorte

Commodities

Las materias primas concluyeron el 3T20 con una dinámica modestamente positiva. Los rubros de energía y metales extendieron las ganancias del trimestre previo. Con ello, los índices GSCI y BCOM ganaron 7.6% y 9.0% respectivamente, aunque en el año acumulan -19.7% y -12.4%, en el mismo orden.

El crudo registró operación notablemente estable durante el trimestre con el Brent cerrando en 40.90 US\$/bbl (-0.5% t/t) y el WTI en 40.20 US\$/bbl (+2.4% t/t). Esta dinámica fue en gran medida resultado de los esfuerzos de la OPEP+ por mantener el equilibrio en el mercado a pesar de un panorama que se mantiene notablemente frágil. Las principales agencias de energía han revisado a la baja sus expectativas de demanda sostenidamente con riesgos que aún están sesgados a la baja a la luz de los efectos de una segunda ola de contagios y una recuperación endeble. En tanto, Libia ha reintegrado producción tras varios meses de suspensión factor que deberá de ser considerado en la estrategia de la OPEP+ cuyo pacto de recorte ha conservado [altos niveles de cumplimiento](#), impulsando a que paulatinamente la curva de futuros modifique su estructura a un menor *contango* (precio *spot* menor que futuro) respecto seis meses atrás. En este contexto, vemos poco probable que el grupo ejecute recortes adicionales de producción en el corto plazo, aunque de ser necesario pudieran demorar o moderar la siguiente fase del pacto de producción que actualmente consta en un aumento de producción implícito por 2 Mbb/d a partir de enero. Con ello, el mercado estará atento además del monitoreo mensual a la reunión de la OPEP+ el 1 de diciembre donde se definirá la estrategia de producción hacia delante. Bajo esta coyuntura, estimamos un cierre de año para el Brent en 40 US\$/bbl y niveles alcanzando 45 US\$/bbl hacia mediados de 2021. En gasolinas, la EIA estima 1.73 US\$/gal en diciembre para el PADD 3, -6.6% respecto a agosto 2020.

En metales, tanto preciosos como industriales registraron menores ganancias vs el trimestre previo. El oro alcanzó máximos históricos de 2,075 US\$/oz t aunque moderó el *rally* a fin de mes ante el reciente rebote del USD. Mantenemos una expectativa positiva para este metal pudiendo visitar 2,000 US\$/oz t a fin de año e incluso con la posibilidad de que perfore esta figura respaldado por políticas laxas, volatilidad global y su relación con la dinámica en tasas reales. En industriales, el cobre extendió su fortalecimiento alcanzando máximos de dos años. Esperamos un desempeño modestamente favorable para este sector dado un asentamiento en la recuperación económica. Por último, los granos detuvieron la toma de utilidades del 1S20 sin compensar en su totalidad las pérdidas originadas por la disrupción en las cadenas de suministro. Para este rubro, esperamos una dinámica positiva considerando una alta probabilidad de un evento climático *La Niña* en noviembre.

Desempeño de precios y estimados del consenso de mercado para commodities

Producto	Unidad	Spot*	Desempeño (%)			Pronósticos del consenso				
			2018	2019	2020	4T20	1T21	2T21	2020	2021
WTI	US\$/bbl	40.88	-24.84	34.46	-33.05	40.50	43.00	45.50	38.25	42.74
Brent	US\$/bbl	42.82	-19.55	22.68	-35.12	43.00	45.00	48.25	40.94	45.13
Gas Natural (H. Hub)	US\$/MMBtu	2.77	-0.44	-25.54	26.68	2.51	2.72	2.55	2.20	3.05
Gasolina (RBOB)	US\$/gal	1.17	-26.43	28.26	-31.16	1.10	1.25	1.40	1.15	1.40
Oro	US\$/onza troy	1,899	-1.56	18.31	25.18	1,900	1,913	1,900	1,776	1,870
Plata	US\$/onza troy	24.16	-8.52	15.21	35.32	22.75	21.80	21.93	19.75	21.49
Cobre	US\$/tm	6,740	-17.69	3.50	9.17	6,500	6,400	6,400	6,000	6,456
Maíz	US¢/bu	402	0.55	-2.07	-0.12	365	360	375	352	370
Trigo	US¢/bu	625	-0.86	0.61	8.22	550	520	520	535	515

Fuente: Bloomberg *al 16/oct/20; Por sus siglas en inglés RBOB (Reformulated gasoline blendstock for oxygenate blending)

*Cifras subrayadas con pronósticos

Deuda Corporativa

El 2020 ha sido un año sin precedentes, marcado por un elevado nivel de incertidumbre a raíz de la crisis sanitaria y el efecto en la economía mundial. En este contexto, a nivel nacional se ha observado una caída en el financiamiento de las empresas ante la fuerte desaceleración de la actividad económica, aunado a condiciones menos favorables en términos de plazos, montos ofrecidos y tasas de interés. En relación a este último punto, el costo del crédito se ha presionado (+92pb YTD en la curva 'Quirografarios TIIE 28 AA') a pesar de los recortes por parte de Banxico, reflejo de un mayor riesgo implícito en términos generales.

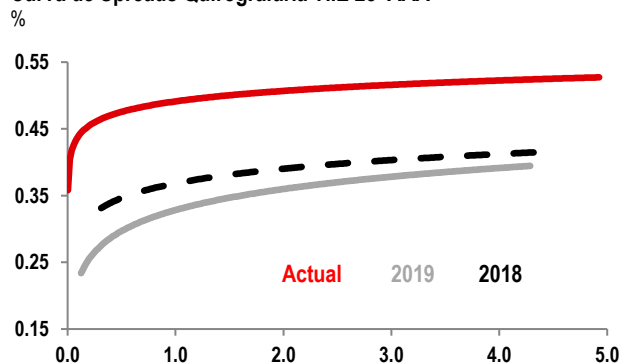
En este escenario, el mercado de deuda corporativa ha sufrido una importante caída en el monto en circulación (-6.5% a/a y -9.1% vs. 2018), regresando a niveles observados durante el 3T17. Sin embargo, con base en las expectativas de una recuperación económica gradual, el financiamiento en México podría presentar un ligero avance al cierre de 2020, todavía limitado por la incertidumbre que prevalece en torno a las elecciones en EE.UU., la recuperación económica y la salud pública. En particular, al 4T20 el mercado corporativo se verá impulsado por las emisiones programadas para octubre por \$23,200 millones, el mayor monto en el año. En 2021, anticipamos se mantenga un dinamismo moderado al 1S20 mientras que las perspectivas para el 2S21 son más favorables considerando que los avances médicos permitan un crecimiento económico más contundente.

Cada semana, Banxico ofrece a las instituciones de crédito la facilidad de celebrar operaciones de reporto de bonos corporativos a plazo de hasta 91 días por un monto de \$100,000 millones (\$90,120 millones disponibles). Con ello, [las autoridades financieras continúan en la activa ejecución de estrategias](#) para conservar las mejores condiciones de operación y liquidez del sistema financiero.

En cuanto a Pemex y CFE -principales participantes del mercado nacional-, el 4T20 estará marcado por su regreso a los mercados financieros. Al cierre de esta edición, CFE tiene programada la emisión de tres series por \$5,500 millones. Por su parte, después de perder el grado de inversión, [Pemex retomó las colocaciones en los mercados internacionales con un bono de referencia a 5 años por US\\$1,500 millones](#). A lo largo del año, la curva en dólares de los bonos de la petrolera ha observado un desplazamiento ascendente, como se muestra en la gráfica inferior derecha. En cuanto a sus resultados, esperamos un débil reporte al 3T20, considerando el desempeño de la economía y una caída de 31% en el precio de la Mezcla Mexicana de Exportación (38.46 US\$/bbl vs. 55.77 US\$/bbl al 3T19).

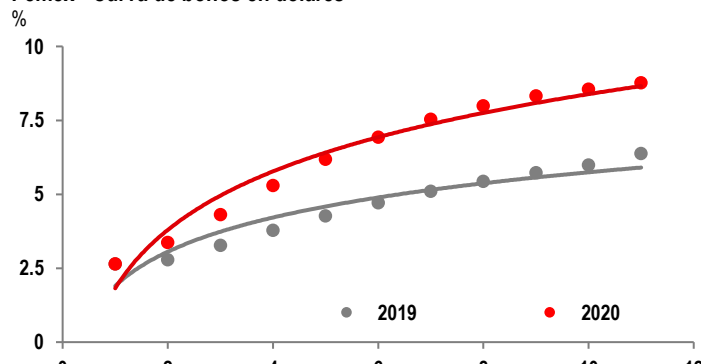
Tania Abdul Massih
Director Deuda Corporativa
tania.abdul@banorte.com

Curva de Spreads Quirografaria TIIE 28 'AAA'



Fuente: Banorte con información de PIP

Pemex - Curva de bonos en dólares



Fuente: Bloomberg

Últimas notas relevantes

Economía de México

- *Minutas de Banxico – Una Junta de Gobierno dividida sobre el espacio para un último recorte*, 8 de octubre de 2020, [<pdf>](#)
- *Conclusiones del artículo IV del FMI – Recomendaciones ante el COVID-19*, 7 de octubre de 2020, [<pdf>](#)
- *El gobierno presenta plan de inversión con el sector privado por \$297,344 millones*, 5 de octubre de 2020, [<pdf>](#)
- *Paquete Económico 2021 – Optimista y austero*, 9 de septiembre de 2020, [<pdf>](#)
- *PIB 2T20 – Ligera revisión al alza a pesar de una baja en servicios*, 26 de agosto de 2020, [<pdf>](#)
- *Reforma de pensiones – Mejora situación de trabajadores y brinda confianza a inversionistas*, 22 de julio de 2020, [<pdf>](#)

Economía Regional

- *Economía Regional 1T20*, 12 de agosto de 2020, [<pdf>](#)
- *PIB 2020 – Una vista hacia el interior de nuestro país*, 24 de julio de 2020, [<pdf>](#)

Economía de Estados Unidos

- *Minutas FOMC – El Fed podría ampliar el programa de compra de activos*, 7 de octubre de 2020, [<pdf>](#)
- *La tasa de desempleo sigue cayendo, pero la creación de empleos se modera*, 2 de octubre de 2020, [<pdf>](#)
- *Decisión del FOMC – Un nuevo forward guidance, pero aún con muchas dudas entre los inversionistas*, 17 de septiembre de 2020, [<pdf>](#)
- *Fed – Cambios a la estrategia con un sesgo marcadamente “dovish”*, 27 de agosto de 2020, [<pdf>](#)
- *Lo que hay que saber del COVID-19, crecimiento, Fed y elecciones presidenciales*, 4 de junio de 2020, [<pdf>](#)
- *Mayor estímulo positivo para el crecimiento, a pesar del aumento en costos fiscales*, 24 de abril de 2020, [<pdf>](#)

Economía Global

- *Perspectivas de la Economía Mundial del FMI – Menor caída del crecimiento, pero aún con una difícil y larga recuperación global*, 13 de octubre de 2020, [<pdf>](#)
- *Brasil: El Copom mantuvo la tasa Selic en un mínimo de 2.0%*, 17 de septiembre de 2020, [<pdf>](#)
- *Decisión del ECB – Sin cambios y monitoreando al euro, aunque sin mostrarse muy preocupados*, 10 de septiembre de 2020, [<pdf>](#)
- *Unión Europea – Paquete de estímulo fiscal sin precedentes*, 21 de julio de 2020, [<pdf>](#)
- *Eurozona – Lo que hay que saber del COVID, crecimiento, estímulo monetario y fiscal*, 16 de julio de 2020, [<pdf>](#)
- *Brasil – Se anunciaron medidas para permitir el buen funcionamiento de los mercados*, 24 de junio de 2020, [<pdf>](#)

Renta fija, tipo de cambio y commodities

- *Calendario de emisiones 4T20: alza en montos en línea con lo esperado*, 25 de septiembre de 2020, [<pdf>](#)
- *Toma de utilidades a largos tácticos de corto plazo en Bonos M May'29 y Nov'38*, 18 de septiembre de 2020, [<pdf>](#)
- *OPEP+: Extensión del cumplimiento a diciembre*, 17 de septiembre de 2020, [<pdf>](#)
- *Banxico extiende vigencia de medidas de crédito y liquidez*, 15 de septiembre de 2020, [<pdf>](#)
- *Ajustes técnicos por parte de Banxico en mercado de fondeo interbancario y operaciones de mercado abierto*, 9 de julio de 2020, [<pdf>](#)

Mercado accionario

- *AXTEL, Resultados 3T20: Sigue adelante la venta de toda la compañía*, 14 de octubre de 2020, [<pdf>](#)
- *Preliminar 3T20: Comienza la recuperación, con la reapertura de actividades*, 14 de octubre de 2020, [<pdf>](#)
- *Flash CEMEX: Mejora condiciones de contrato de financiamiento*, 14 de octubre de 2020, [<pdf>](#)
- *Flash FEMSA: Compra OK Market, cadena de tiendas de proximidad en Chile*, 9 de octubre de 2020, [<pdf>](#)
- *AEROPUERTOS (Septiembre): Sigue la mejora secuencial en pasajeros*, 7 de octubre de 2020, [<pdf>](#)
- *Flash ASUR: Sigue con caídas en pasajeros de septiembre, pero con mejora secuencial*, 6 de octubre de 2020, [<pdf>](#)
- *Flash VOLAR: Sigue mostrando recuperación acelerada en septiembre*, 6 de octubre de 2020, [<pdf>](#)
- *Flash GAP: Continúa en septiembre con mejor recuperación a la esperada*, 6 de octubre de 2020, [<pdf>](#)
- *Flash OMA: Continúan las caídas de pasajeros, ahora en septiembre, aunque en menor medida*, 5 de octubre de 2020, [<pdf>](#)
- *Flash HOTEL: Se aprueba propuesta para fortalecerse financieramente*, 2 de octubre de 2020, [<pdf>](#)
- *Flash KOF: Vende participación en empresa de productos lácteos en Panamá*, 1 de octubre de 2020, [<pdf>](#)
- *NEMAK: Un entorno menos adverso hacia adelante*, 29 de septiembre de 2020, [<pdf>](#)
- *ALFA: Una estrategia que busca detonar mayor valor*, 29 de septiembre de 2020, [<pdf>](#)
- *Flash VOLAR: Se abre camino para fortalecerse financieramente*, 22 de septiembre de 2020, [<pdf>](#)
- *Flash FCFE: Distribución del 3T20 refleja resiliencia ante el difícil entorno*, 18 de septiembre de 2020, [<pdf>](#)
- *Flash AMX: Vende Tracfone en EE.UU. por US\$6,250 millones a Verizon*, 14 de septiembre de 2020, [<pdf>](#)
- *Flash Cemex: Define estrategia "Operación Resiliencia"*, 10 de septiembre de 2020, [<pdf>](#)
- *VOLAR: Bien posicionada para aprovechar la recuperación*, 25 de agosto de 2020, [<pdf>](#)
- *AXTEL ¿Se acabó la fiesta? Todavía no*, 11 de agosto de 2020, [<pdf>](#)
- *RESULTADOS 2T20: Claros efectos por la pandemia, pero enfocando las estrategias en retomar el crecimiento*, 4 de agosto de 2020, [<pdf>](#)

Deuda Corporativa

- *Pemex regresa a los mercados internacionales*, 9 de octubre de 2020, [<pdf>](#)
- *Resultados: Operaciones de reporto de bonos corporativos*, 9 de octubre de 2020, [<pdf>](#)
- *Evolución de Spreads: Septiembre 2020*, 8 de octubre de 2020, [<pdf>](#)
- *Lo Último en Deuda Corporativa: SEPTIEMBRE 2020*, 7 de octubre de 2020, [<pdf>](#)
- *Sectorial arrendadoras y crédito automotriz 2T20*, 31 de agosto de 2020, [<pdf>](#)
- *Evolución CEDEVIS 2T20*, 18 de agosto de 2020, [<pdf>](#)
- *Evolución TFOVIS/FOVISCB 2T20*, 13 de agosto de 2020, [<pdf>](#)
- *PEMEX – Resultados al 2T20*, 28 de julio de 2020, [<pdf>](#)
- *Corporativos mexicanos frente al COVID*, 22 de julio de 2020, [<pdf>](#)
- *Banxico: Ajustes a la facilidad de operaciones de reporto con bonos corporativos*, 16 de julio de 2020, [<pdf>](#)

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

Ideas de inversión más recientes

Recomendación	P/G	Apertura	Cierre
Invertir en Bonos M May'29 y Nov'38	G	7-sep.-20	18-sep.-20
Invertir en Udibono Dic'25	G	23-jul.-20	10-ago.-20
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
Steeper 5-10 años en TIIE-IRS	28pb	43pb	18pb	31pb	G ²	15-feb.-17	15-mar.-17
Steeper 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 límite 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 límite 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 Thalfá 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
Katia Celina Goya Ostos	Subdirector Economía Internacional	katia.goya@banorte.com	(55) 1670 - 1821
Luis Leopoldo López Salinas	Analista Economía Internacional	luis.lopez.salinas@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2707
Estrategia de Mercados			
Manuel Jiménez Zaldivar	Director Estrategia de Mercados	manuel.jimenez@banorte.com	(55) 5268 - 1671
Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio			
Santiago Leal Singer	Subdirector Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	santiago.leal@banorte.com	(55) 1670 - 2144
Leslie Thalía Orozco Vélez	Gerente Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	leslie.orozco.velez@banorte.com	(55) 5268 - 1698
Análisis Bursátil			
Marissa Garza Ostos	Director Análisis Bursátil	marissa.garza@banorte.com	(55) 1670 - 1719
José Itzamna Espitia Hernández	Subdirector Análisis Bursátil	jose.espitia@banorte.com	(55) 1670 - 2249
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, CFA	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.faes@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
Osvaldo Brondo Menchaca	Director General Adjunto Bancas Especializadas	osvaldo.brondo@banorte.com	(55) 5004 - 1423
Raúl Alejandro Arauzo Romero	Director General Adjunto Banca Transaccional	alejandro.arauzo@banorte.com	(55) 5261 - 4910
René Gerardo Pimentel Ibarrola	Director General Adjunto Banca Corporativa e Instituciones Financieras	pimentelr@banorte.com	(55) 5004 - 1051
Ricardo Velázquez Rodríguez	Director General Adjunto Banca Internacional	rvelazquez@banorte.com	(55) 5004 - 5279
Víctor Antonio Roldan Ferrer	Director General Adjunto Banca Empresarial	victor.rolan.ferrer@banorte.com	(55) 1670 - 1899