

Perspectiva 1T21 – Los mercados y la economía inmersos en la transición hacia un nuevo mundo post-pandemia

15 de enero 2021

www.banorte.com
@analisis_fundam

Gabriel Casillas

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

Alejandro Padilla

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

Juan Carlos Alderete, CFA

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

Manuel Jiménez

Director Estrategia de Mercados
manuel.jimenez@banorte.com

Los inversionistas permanecen cautelosos sobre el estado actual de la economía y la fortaleza de los gobiernos, empresas y familias, para enfrentar la transición hacia una nueva normalidad post-pandemia, digiriendo aún los amplios retos enfrentados en 2020 debido al COVID-19. Reconocemos que aún prevalecen riesgos en el entorno actual (ver nuestra nota: “[Los 10 temas más importantes de 2021](#)” para mayores detalles). A pesar de este complejo entorno, el respiro en activos durante los últimos meses del año pasado se ha extendido hacia el inicio de 2021. Los participantes de los mercados están mostrando un sesgo positivo por el proceso de vacunación, mayor estímulo fiscal y monetario, así como la recuperación de la economía global. Estos factores están compensando por el temor que permanece sobre las nuevas olas de contagio y la necesidad de mayores confinamientos en diversas regiones.

Adicionalmente, el panorama geopolítico sugiere un mejor año *vis-à-vis* 2020 a pesar de elecciones en varias partes del mundo, que estarán influenciadas por la forma en que se ha manejado la crisis sanitaria. Los inversionistas dan la bienvenida a una nueva administración en EE.UU. encabezada por Joe Biden a partir del 20 de enero, en combinación con la dilución de los riesgos asociados con el *Brexit*, como un *Brexit* sin acuerdo al cierre del año pasado. El principal foco de atención será EE.UU., especialmente los primeros 100 días de la administración de Biden, misma que contará con una mayoría Demócrata en ambas Cámaras del Congreso. Esto permitirá llevar a cabo una estrategia más ágil y coordinada para enfrentar los efectos negativos que ha tenido el Coronavirus y las repercusiones de la administración de Trump (*e.g.* relación con China, comercio internacional y cambio climático). Por su parte, los mercados asimilarán un plan de estímulo fiscal más grande que podría compensar por una postura ligeramente menos activa de la Reserva Federal.

México se encuentra en una situación similar, con la economía resintiéndose también las consecuencias de la pandemia. Esperamos una recuperación de 4.1% del PIB en 2021 –[tras una probable caída de 9.0% en 2020](#)–, con vientos en contra también por el aumento en los casos y nuevas restricciones, tales como está experimentando el resto del mundo. Los inversionistas también estarán pendientes al frente político, resaltando las elecciones intermedias y la relación de México con su socio comercial más importante ante una nueva presidencia. En términos de política económica, [Banxico probablemente recortará la tasa de referencia en 75pb](#) a lo largo del año, reiniciando las bajas en su próxima decisión del 11 de febrero, con el espacio de maniobra en el frente fiscal manteniéndose bastante limitado.

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

Pronósticos de las principales variables macroeconómicas y financieras en México

Fin de periodo

	1T21	2T21	3T21	4T21	2020	2021
PIB (% a/a)	-5.4	15.5	5.2	3.2	-9.0	4.1
Inflación (% a/a)	3.3	3.3	2.9	3.7	3.2	3.7
USD/MXN	21.60	20.90	19.00	19.80	19.91	19.80
Tasa de referencia de Banxico (%)	3.75	3.50	3.50	3.50	4.25	3.50
TIIE de 28 días (%)	4.13	3.75	3.85	3.85	4.48	3.85
IPC (puntos)	--	--	--	51,200	44,066	51,200

Fuente: Banorte

México

Esperamos que el PIB rebote 4.1% a/a en 2021, recuperándose de una caída esperada de 9.0% en 2020. Con ello, la actividad aún permanecería alrededor de 5.3% debajo de lo visto en 2018, cuando se alcanzó el pico de actividad en este ciclo económico. Esperamos todavía cierta debilidad en la primera mitad del año, aún impactada por restricciones derivadas de la pandemia. Sin embargo, creemos que la actividad se acelerará en el segundo semestre ya que una mayor proporción de la población estaría vacunada. Al interior, la demanda externa continuaría como el principal motor de la recuperación, con las exportaciones avanzando 7.7% a/a, impulsadas por las diferentes medidas de estímulo en el exterior, principalmente en EE.UU. (ver siguiente sección). Dentro de la demanda interna la inversión permanecería rezagada, creciendo sólo 4.3%, con el consumo más dinámico en el margen, en 6.5% (ver tabla abajo). La falta de mayor estímulo a nivel local, un panorama incierto y otros factores idiosincráticos, aun pesarán en estos componentes. El gasto gubernamental caería 1.8%, con una base de comparación difícil y los esfuerzos de austeridad de la administración federal. Por el lado de la oferta, la industria lideraría el avance en 4.7% –con un fuerte impulso de las manufacturas– y con los servicios en 4.0%.

Francisco Flores

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

[Anticipamos que la inflación cierre el año en 3.7% a/a](#), mayor al 3.2% en diciembre de 2020 (ver gráfica abajo, derecha). Vemos un pico de corto plazo a tasa anual en abril, impulsado por un efecto de base. Por otro lado, la holgura de la economía contribuiría positivamente, en especial en la subyacente que cerraría el año en 3.1%. En la no subyacente anticipamos un regreso en los energéticos –principalmente gasolinas– y otros *commodities*, al alza por la recuperación de la actividad global, con este componente cerrando en 5.4%. Sin embargo, la dinámica de corto plazo sería bastante favorable, permitiendo a Banxico recortar la tasa 25pb en cada una de las dos reuniones del trimestre (en febrero 11 y marzo 25), con la última baja de la misma magnitud el 13 de mayo. Con ello, la tasa de referencia alcanzaría 3.50%, donde esperamos que finalice el año.

También atenderemos la discusión de cambios a la Ley de Banxico y a organismos autónomos, entre otras propuestas legislativas, con el periodo ordinario de sesiones de ambas Cámaras del Congreso iniciando el 1 de febrero. El banco central podría anunciar sus resultados financieros de 2020 hacia el cierre del trimestre o inicios de abril, importante para determinar el Remanente de Operación. Los mercados también seguirán el frente político de cara a las elecciones intermedias del 6 de junio. El registro y validación de candidatos a posiciones federales será de finales de marzo a principios de abril, aunque las campañas cobrarán fuerza hasta el segundo trimestre.

Estimado del PIB en 2021

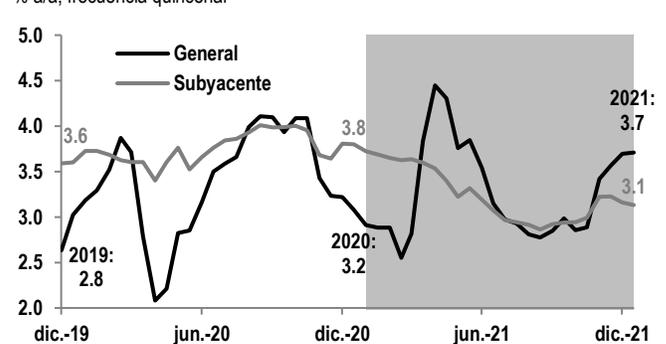
% a/a cifras originales; % t/t cifras ajustadas por estacionalidad

% a/a	1T21	2T21	3T21	4T21	2021
PIB	-5.4	15.5	5.2	3.2	4.1
Consumo privado	-6.9	19.2	9.5	7.1	6.5
Inversión	-12.8	24.1	8.9	3.4	4.3
Gasto de gobierno	-3.7	-2.3	-2.6	1.5	-1.8
Exportaciones	-2.8	31.9	5.4	2.8	7.7
Importaciones	-7.0	25.3	17.6	9.5	10.2
% t/t					
PIB	0.8	0.7	1.0	0.6	--

Fuente: INEGI, Banorte

Trayectoria de inflación

% a/a, frecuencia quincenal



Nota: Área sombreada indica pronósticos. Fuente: INEGI, Banorte

Estados Unidos

Después de un fuerte repunte en 3T20, la economía de EE.UU. se desaceleró al cierre del año pasado. Sin embargo, estimamos que habrá logrado evitar un escenario de contracción, alcanzando una tasa de crecimiento trimestral anualizada de 3.5%. Con esto, el PIB se contraería en la misma magnitud en todo 2020, su mayor baja desde 1946, con una pérdida de 9.4 millones de empleos. Nuestra expectativa es que la economía seguirá afectada por el COVID-19 –sobre todo la primera mitad del año–, con mejores perspectivas para el segundo semestre ante avances en la administración de la vacuna. Sin embargo, la debilidad durante el primero y segundo trimestres se vería amortiguada por una política monetaria que se mantendrá laxa y especialmente por un mayor estímulo fiscal. Estimamos un crecimiento de la economía de 3.9% este año, revirtiendo por completo el impacto que tuvo la pandemia en 2020.

Si bien el estímulo fiscal por US\$900 mil millones aprobado a finales del año pasado es limitado, las esperanzas de una recuperación más rápida están puestas en la capacidad que tendrán los Demócratas de aprobar un paquete más agresivo en 1T21, ante [el Blue Wave](#). Lo anterior debido a que para dicho propósito sólo se requiere una mayoría simple en el Senado. Esperamos que estos paquetes de estímulo permitan un escenario más benigno, especialmente para el consumo privado. Vemos muy probable que se eleve el monto de las transferencias directas aprobado en diciembre, así como los beneficios adicionales por desempleo –tanto en monto como en duración–. En este contexto, estimamos un avance del gasto de las familias de 2.2% t/t anualizado en 1T21 y de 3.2% en 2T21.

Cabe resaltar que a pesar del *Blue Wave*, la agenda de Biden sí enfrentará obstáculos. Muchas propuestas de ley importantes requieren al menos de 60 votos en la Cámara Alta, lo que significa que se necesitaría el voto de algunos Republicanos. Algunos de los temas en esta situación tienen que ver con regulación sobre inmigración, cambio climático y modificaciones a la ley laboral, entre otros. Además de esto, existen otros casos en los cuales algunos Demócratas moderados no están alineados con las propuestas de Biden, como en aumentos impositivos. Esto último ha aminorado algunos de los temores de los mercados, en un contexto donde parte de la propuesta va encaminada a incrementar la carga fiscal para las empresas.

Finalmente, en política monetaria, [no esperamos acciones adicionales](#). En nuestra opinión, la nueva composición del FOMC le dará un sesgo ligeramente más *dovish* que el año pasado, debido a la integración de Christopher Waller al Consejo del Fed y al sesgo de los cuatro presidentes regionales con derecho a voto este año (Evans de Chicago, Barkin de Richmond, Daly de San Francisco y Bostic de Atlanta).

Estimados Banorte sobre Estados Unidos

	2020	1T21	2T21	3T21	4T21	2021*
PIB (% t/t anualizado)*	-3.5	2.6	3.3	4.0	4.1	3.9
Consumo Privado	-3.8	2.2	3.2	3.6	4.9	4.4
Inversión Fija	-2.5	2.0	3.2	6.1	7.8	4.7
Exportaciones	-13.6	4.9	5.7	7.8	8.2	4.2
Importaciones	-10.1	4.1	5.7	7.0	7.4	9.0
Inflación (% anual, promedio)	1.2	1.4	1.8	1.7	1.9	1.7
Tasa de desempleo (% fdp)	6.7	6.6	6.5	6.3	6.0	6.0
Creación de empleo (miles)	-9,374	600	1,400	2,000	4,000	8,000

* En el PIB, todas las tasas son t/t anualizadas excepto para todo 2021, que se refiere a la tasa anual.

Fdp: fin de periodo. Fuente: Banorte

Global

De acuerdo con el Banco Mundial, que hace unos días publicó sus más recientes estimados, la economía global habrá caído 4.3% en el 2020. Para este año esperan un crecimiento de 4.0%, lo que mantendrá a la economía del mundo alrededor de US\$4.7 billones más pequeña que los niveles pre-pandemia. El respaldo detrás de esta expectativa de recuperación depende principalmente del progreso de la vacuna. En este sentido, y en línea con nuestras expectativas, todo apunta a que el primer semestre será todavía débil, con una recuperación más fuerte en la segunda mitad. Nuestra perspectiva incorpora las mayores medidas de estímulo monetario que ya se anunciaron en 2020, con los principales bancos centrales manteniendo la lasitud monetaria por un largo periodo. En el frente fiscal, el paquete aprobado en la Unión Europea, formado por el Fondo de Recuperación de €750,000 millones y el presupuesto para los próximos siete años por €1.07 billones, será un factor muy importante de apoyo para la recuperación de la zona. Mientras que, en otras regiones, destacará el sólido crecimiento en China, estimado cercano al 8.0%.

La Eurozona está entre las regiones que habrán resentido más los estragos de la pandemia, cayendo 7.5% en el 2020 en medio de un escenario de deflación por cinco meses consecutivos, con la inflación ubicándose en -0.3% a/a al cierre del año pasado. Para 1T21 estimamos una ligera recuperación, con un avance de 1.0% t/t tras una contracción estimada de 2.0% en el 4T20. Esperamos que la entrada en vigor del paquete de estímulo fiscal, junto con el [reciente anuncio del Banco Central Europeo de mayor estímulo monetario](#), permitirá una recuperación más clara en los siguientes trimestres, con la economía creciendo cerca de 4.5% en 2021. De acuerdo con la Comisión Europea, el paquete de apoyo fiscal podría sumar alrededor de 2% a la economía de la región para 2024 y generar 2 millones de empleos adicionales para el 2022. Del lado positivo, también consideramos que el hecho de que no se materializó un *Brexit* sin acuerdo elimina un riesgo muy importante. Si bien todavía no se ha llegado a un arreglo sobre los servicios financieros, el tema comercial ya fue acordado, eliminando así la imposición de tarifas que probablemente hubiera afectado la demanda externa y el volumen de intercambio para las dos partes.

Por su lado, Latinoamérica continúa fuertemente impactada por la pandemia, con Brasil en el tercer lugar del mundo en número de contagios, Argentina está en el onceavo, y México en el lugar doce. En Brasil, tras una contracción estimada de alrededor de 4.5% en 2020 esperamos un avance de alrededor de 3.5% en 2021. La recuperación estará favorecida por factores estadísticos pero el crecimiento se verá afectado por la eliminación de las transferencias a los hogares que impulsaron la actividad en medio de la pandemia el año pasado. Lo que hasta ahora muestran los indicadores es al fuerte repunte del 3T20 desacelerándose en el cuarto trimestre. Esperamos que este se modere aún más en 1T21, con una tasa trimestral cercana a 0%. En el frente político, a principios de febrero se elegirán a los líderes de ambas Cámaras, lo que será clave para la agenda de reformas y la postura sobre la disciplina fiscal. En lo que se refiere a la Cámara Baja, el candidato Baleia Rossi es el autor de una de las propuestas de revisiones al tema fiscal y está apoyado por 11 partidos. Mientras tanto, Arthur Lira está respaldado por el presidente Jair Bolsonaro y la mayoría del PSL. Por su parte, en lo que se refiere al Senado, Rodrigo Pacheco está apoyado por los líderes salientes, tanto de la Cámara Baja como del Senado.

Katia Goya

Subdirector Economía Internacional
katia.goya@banorte.com

Renta Fija Gubernamental

La curva de rendimientos mexicana ha iniciado el año extendiendo el empinamiento observado desde finales de 2020, explicado por dos aspectos: uno global y otro local. Por un lado, en los últimos 6 meses se han experimentado presiones al alza en las tasas de interés en EE.UU. –principalmente aquellas de largo plazo– reflejando la expectativa de un mayor estímulo fiscal ante la victoria de Joe Biden en las elecciones del pasado 3 de noviembre. Este movimiento se aceleró significativamente en los primeros días de operación de este año al incorporar la mayoría Demócrata en ambas cámaras, impulsando niveles para el *Treasury* de 10 años de hasta 1.19% desde un cierre de 2020 en 0.91%, acompañado de una mayor ampliación en los *breakevens* de inflación para estos instrumentos. Consideramos que las presiones para estos activos podrían continuar, proyectando un nivel para la nota de 10 años al cierre de 2021 en 1.45%. Por otro lado, el mercado ha reintegrado las expectativas sobre mayores recortes a la tasa de referencia de Banco de México después de la pausa de los últimos meses. [En Banorte anticipamos 75pb de recortes adicionales](#) este año iniciando en febrero y el mercado actualmente descuenta alrededor de 40pb para el tercer trimestre del año. Como resultado los Bonos M de corto plazo han mantenido un desempeño favorable al inicio de 2021 apreciándose alrededor de 10pb, en tanto los de largo plazo se han presionado cerca de 15pb y hasta 25pb en aquellos de mayor duración, revelando espacio para bajas adicionales en la parte corta y argumentando un mayor empinamiento hacia delante.

Santiago Leal

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

Mantenemos una visión más positiva en el *belly* de la curva, tomando en cuenta que los inversionistas podrían mantener apetito por activos de riesgo ante la respuesta adicional de política económica que podríamos observar en EE.UU. y el resto del mundo, con implicaciones positivas sobre la liquidez en los mercados. Asimismo, mantenemos nuestra recomendación de recibir el derivado de TIIIE-28 de 6 meses (6x1) y capitalizar el espacio de recorrido potencial en tasas de corto plazo, donde la reunión de Banxico del siguiente 11 de febrero será clave para calibrar la expectativa del sesgo de la Junta de Gobierno ante su nueva configuración. Por lo pronto, vemos poco valor en Udibonos, esperando un mejor nivel de entrada para estrategias que se beneficien del atractivo por *carry* impulsado por efectos de base en la inflación.

Pronósticos de tasas de interés

%

Instrumento	2017	2018	2019	2020	2020				Pronósticos 2021				
					1T	2T	3T	4T	1T	2T	3T	4T	
Tasa de referencia de Banxico													
Promedio	6.75	7.64	8.00	5.44	7.05	5.79	4.72	4.25	<u>4.00</u>	<u>3.58</u>	<u>3.50</u>	<u>3.50</u>	
Fin de periodo	7.25	8.25	7.25	4.25	6.50	5.00	4.25	4.25	<u>3.75</u>	<u>3.50</u>	<u>3.50</u>	<u>3.50</u>	
Cetes 28 días													
Promedio	6.70	7.64	7.87	5.33	7.00	5.53	4.68	4.25	<u>3.96</u>	<u>3.54</u>	<u>3.50</u>	<u>3.50</u>	
Fin de periodo	7.26	8.06	7.13	4.25	6.39	4.81	4.27	4.25	<u>3.88</u>	<u>3.50</u>	<u>3.50</u>	<u>3.50</u>	
TIIIE 28 días													
Promedio	7.05	8.00	8.31	5.69	7.33	6.05	4.97	4.50	<u>4.21</u>	<u>3.79</u>	<u>3.85</u>	<u>3.85</u>	
Fin de periodo	7.62	8.59	7.69	4.48	6.71	5.29	4.55	4.48	<u>4.13</u>	<u>3.75</u>	<u>3.85</u>	<u>3.85</u>	
Bono México 10 años													
Promedio	7.15	7.93	7.61	6.25	6.88	6.39	5.81	5.92	<u>5.60</u>	<u>5.85</u>	<u>5.98</u>	<u>5.85</u>	
Fin de periodo	7.64	8.63	6.85	5.54	7.09	5.81	5.83	5.54	<u>5.65</u>	<u>6.05</u>	<u>5.90</u>	<u>5.80</u>	
Bono EE.UU. 10 años													
Promedio	2.33	2.91	2.14	0.88	1.38	0.68	0.65	0.85	<u>1.01</u>	<u>1.18</u>	<u>1.28</u>	<u>1.38</u>	
Fin de periodo	2.41	2.71	1.92	0.91	0.67	0.66	0.68	0.91	<u>1.10</u>	<u>1.25</u>	<u>1.30</u>	<u>1.45</u>	
Diferencial 10 años México vs. EE.UU.													
Promedio	482	502	547	534	550	571	509	507	<u>459</u>	<u>468</u>	<u>470</u>	<u>448</u>	
Fin de periodo	523	592	493	463	642	515	515	463	<u>455</u>	<u>480</u>	<u>460</u>	<u>435</u>	

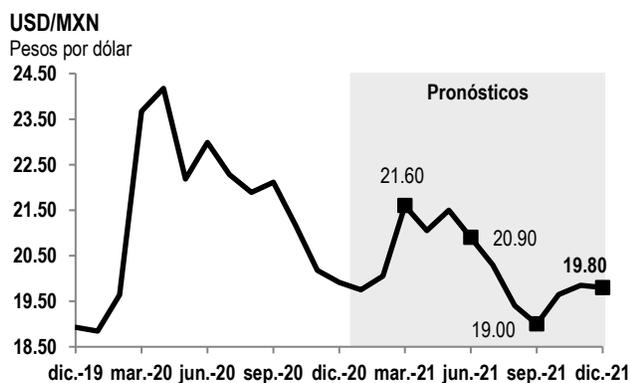
Fuente: Bloomberg y PIP, Banorte para pronósticos. Subrayado indica pronóstico

Tipo de Cambio

El impacto de la histórica volatilidad global en el peso mexicano durante el 2020 resultó en un rango de operación entre USD/MXN 18.52 y 25.79, observando una sorprendente recuperación en el segundo semestre para finalizar con una depreciación de 4.9% a 19.91, comparándose favorablemente con pérdidas de entre 16% y 22% en otras divisas emergentes como RUB, TRY y BRL.

Después de un cierre de año destacando un fuerte debilitamiento del dólar norteamericano, esperamos que 2021 se defina por una mayor diferenciación entre divisas desarrolladas y emergentes. Para el primer grupo vemos el espacio de apreciación agotándose en un marco donde adicionalmente, y al menos de corto plazo, el USD será respaldado por una coyuntura de estímulo fiscal y crecimiento relativo favoreciéndolo, aunado a un posicionamiento aún corto para la divisa. En este sentido, estimamos EUR/USD estabilizándose en 1.24 hacia diciembre. En cambio, el universo de divisas emergentes aún presenta valuaciones interesantes que esperamos capturen la distribución de flujos bajo un contexto de elevada liquidez disponible e impulso al apetito por riesgo considerando los avances en vacunas, mejores perspectivas de crecimiento y respuesta de política económica.

Respecto a la operación del peso mexicano, pronosticamos un nivel de cierre de 2021 en USD/MXN 19.80 con una trayectoria alcanzando hasta 19.00. Esperamos que la coyuntura beneficiando al universo de divisas emergentes ofrezca respaldo al MXN el cual, [como expusimos el año pasado](#), se mantendrá como una opción de *carry* destacable, factor que cobrará mayor relevancia para el *spot* en la medida que la volatilidad implícita continúe moderándose, ante un horizonte de riesgos menos estresado respecto a las fases críticas del 2020. Este eje también contribuirá de manera favorable a la reconfiguración de los flujos de portafolios extranjeros hacia México que, tanto en acciones, como en bonos, acumularon salidas históricas durante meses previos, mientras que el optimismo global colapsó. Asimismo, el peso ha mostrado una evolución importante en nuestro modelo de valor justo, actualmente cercano a 20.20 por dólar, desde 20.70 a mediados del año pasado. Reconocemos mejora en la percepción de riesgo, consistente con la consolidación del CDS de 5 años mexicano en niveles cercanos a aquellos previos a la pandemia. Sin embargo, anticipamos que una apreciación aún mayor para el USD/MXN está limitada por una recuperación desigual entre economías emergentes, con la posición de México pudiendo desfasar respecto a otros pares, entre otros factores, dado el margen de apoyo monetario, y fiscal, siendo este último el más importante. Asimismo, el año electoral y otros temas idiosincráticos locales aún pueden probar ser fuente de presiones temporales.



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	19.91	20.53
1T21	<u>21.60</u>	<u>20.47</u>
2T21	<u>20.90</u>	<u>21.15</u>
3T21	<u>19.00</u>	<u>19.57</u>
4T21	<u>19.80</u>	<u>19.77</u>

Fuente: Bloomberg, Banorte *Cifras subrayadas son pronósticos

Índices Accionarios

2020 será recordado históricamente por haberse suscitado en el mundo la peor crisis económica desde la Gran Depresión de 1929, con importantes efectos también en los mercados financieros debido a la pandemia del COVID-19. A pesar de lo anterior, la mayor parte de las pérdidas que observamos en los principales índices accionarios durante marzo y abril del 2020, lograron revertirse al cierre del año, mientras, las bolsas en EE.UU. registraron nuevos máximos históricos. Ahora que el 2021 se perfila con mejores perspectivas, de la mano de las tasas de interés que deberán continuar bajas por un largo periodo, el ‘nombre del juego’ para los mercados accionarios será “*valuación*”. Consideramos que el apetito por riesgo continuará, apoyado por: (1) La fase inicial del proceso de vacunación en el mundo con lo cual inicia la transición hacia una realidad post pandemia; (2) una recuperación económica sostenida y una elevada liquidez, de la mano de las respuestas de política económica sin precedentes que continuarán en el mundo; y (3) compañías que seguirán implementando estrategias para adaptarse a la ‘nueva normalidad’, creando las bases para aprovechar las oportunidades que se presenten y retomar el crecimiento. De cualquier manera, no debemos dejar de lado los riesgos que continúan latentes como el cambio de administración en EE.UU., el entorno electoral para 2021 y riesgos geopolíticos, además de los cambios estructurales que deberán darse tras la pandemia.

Nivel de referencia S&P500. Las bolsas en EE.UU. iniciaron 2021 con un buen desempeño, marcando nuevos máximos históricos, impulsados por la expectativa de una recuperación de la actividad económica y el despliegue de la vacuna. Desde nuestro punto de vista, los factores que podrían dar un impulso adicional a las bolsas y llevar al [S&P500 a un nivel de 4,450pts](#) son: (1) Una mejor perspectiva global; (2) condiciones monetarias laxas y nuevos estímulos fiscales; y (3) crecimiento anual estimado de 21.5% en las utilidades. En este contexto, no descartamos que continúe una rotación de las inversiones hacia empresas de valor vs empresas de crecimiento.

Nivel de referencia IPC. En México, el IPC no ha sido la excepción y ha iniciado de manera positiva este año. Como mencionamos anteriormente, consideramos que el apetito por riesgo continuará, particularmente hacia mercados con valuaciones atractivas como México. Adicionalmente, en nuestra opinión, las [bajas tasas de interés](#) apoyarán una revaluación en los múltiplos observados a lo largo del último año tan complejo. Al asumir un múltiplo objetivo FV/EBITDA de 8.0x (consistente con el promedio de los últimos 3 años), reiteramos un nivel de referencia para el [IPC en 2021 de 51,200 puntos](#). Nuestro modelo asume un crecimiento en el EBITDA de 6.8% a/a y una disminución interanual de 4.5% en la deuda neta. En nuestra opinión, una revaluación mayor dependerá de que efectivamente la recuperación siga su curso.

Aunque el 2021 será de recuperación, es importante destacar que ésta no será uniforme, por lo que la selección de emisoras seguirá siendo muy relevante. Habrá que seguir siendo muy selectivos, favoreciendo empresas cíclicas, con valuaciones atractivas y que muestren claras señales de adaptación y beneficios tras la pandemia, y otras con claras muestras de recuperación y crecimiento. Por nuestra parte, dentro de las emisoras que consideramos deberán ser parte esencial de los portafolios este 2021 elegimos a [Amx](#), [Cemex](#), [Femsa](#), [Gmxt](#), y [Nemak](#), cuyos fundamentales y perspectivas son sólidos.

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

2021: Pronóstico S&P 500

Puntos		
P/U fwd	S&P 500 (puntos)	Rendimiento Estimado (%)
25.0x	4,843	27.6
24.0x	4,649	22.5
23.0x	4,455	17.4
22.0x	4,261	12.3
21.0x	4,068	7.2

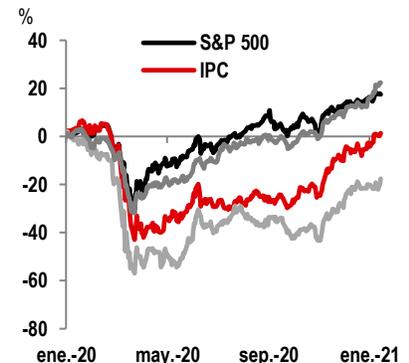
Fuente: Bloomberg, Banorte

2021: Pronóstico IPC

Puntos		
FV/EBITDA	IPC (puntos)	Rendimiento Estimado (%)
8.4x	54,570	18.4
8.2x	52,898	14.8
8.0x	51,226	11.2
7.8x	49,554	7.6
7.6x	47,881	3.9

Fuente: Bloomberg, Banorte

Índices Internacionales



Fuente: Bloomberg, Banorte

Commodities

Las materias primas cerraron el año con pérdidas, a pesar de la gradual recuperación en energía, metales y granos tras el colapso en la demanda detonado por la pandemia. Los índices GSCI y BCOM cayeron 6.1% a/a y 3.5% a/a, respectivamente.

Leslie Orozco

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

El crudo extendió su recuperación en el 4T20 alcanzando máximos de 9 meses; sin embargo, registró un balance anual negativo. El Brent cerró en 51.80 US\$/bbl (-21.5% a/a) y el WTI en 48.52 US\$/bbl (-20.5% a/a). Esta dinámica fue resultado de las pérdidas observadas en el 1T20 [ante el impacto del COVID-19 en la demanda](#). En respuesta, la OPEP+ implementó un [recorte histórico en la oferta global](#), el cual se mantiene activo con monitoreos mensuales, impulsando la curva de futuros hacia una estructura de *backwardation* (precio *spot* mayor que futuro). Esta condición se ha acelerado tras el [sorpresivo anuncio de recorte de Arabia Saudita por 1 Mbb/d este mes](#). Las expectativas de las agencias de energía exponen una lenta recuperación en la demanda dirigida por la distribución de la vacuna, con el consumo retomando niveles observados antes de la pandemia a finales de 2022. La Agencia Internacional de Energía (IEA por sus siglas en inglés) pronostica para fin de año consumo global de 100.1 Mbb/d equivalente a un aumento de 20 Mbb/d vs el nivel más débil de 2020. Al interior de los estimados, continuará un ligero desbalance cerrando el año con un exceso de demanda de 1.3 Mbb/d. En este contexto, estimamos precios para el Brent de 60 US\$/bbl en 2021, nivel a partir del cual el pacto de la OPEP+ pudiera moderar el recorte. En gasolinas, la EIA estima 1.97 US\$/gal en diciembre para el PADD 3 (+4.5% vs 2020) y para el gas natural anticipa un incremento de 21.6% a 3.27 US\$/MMBtu aludiendo una paulatina recuperación en los precios del crudo.

En 2020, los metales preciosos e industriales superaron las ganancias observadas en el año previo. En el primer grupo, el oro ganó 25% a/a registrando su mejor desempeño desde 2010 impulsado por la fuerte aversión al riesgo. Esperamos una dinámica más contenida para este metal con una operación entre 1,800 y 2,000 US\$/oz t a lo largo del año ante la combinación de políticas laxas y riegos al alza en términos de inflación. En el segundo grupo, el cobre cerró 2020 en máximos de 7 años luego de operar en mínimos de 2016 durante marzo. Favorecemos una dinámica positiva para este metal ante balances estrechos como resultado de un bajo inventario y la gradual reactivación de la industria. En este sentido, prevemos que la razón oro/cobre como indicador adelantado del crecimiento económico mantendrá una tendencia positiva. Finalmente, los granos registraron el mejor desempeño anual en una década. Mantenemos una visión positiva para este sector considerando la alta probabilidad de un evento climático de *La Niña* y el incremento en las importaciones chinas de soya y maíz, ante el desabasto ocasionado por la guerra comercial.

Desempeño de precios y estimados del consenso de mercado para commodities

Producto	Unidad	Spot*	Desempeño (%)		Pronósticos del consenso					
			2019	2020	1T21	2T21	3T21	4T21	2021	2022
WTI	US\$/bbl	53.66	34.46	-20.54	47.30	50.00	50.00	51.00	51.94	49.35
Brent	US\$/bbl	56.41	22.68	-21.52	49.00	53.00	52.00	54.00	55.01	52.74
Gas Natural (H. Hub)	US\$/MMBtu	2.67	-25.54	15.99	2.90	2.67	2.70	2.85	2.86	2.67
Gasolina (RBOB)	US\$/gal	1.56	28.26	-17.05	1.50	1.62	1.61	1.52	1.59	1.69
Oro	US\$/onza troy	1,847	18.31	25.12	1,900	1,950	1,950	1,900	1,894	1,850
Plata	US\$/onza troy	25.55	15.21	47.89	25.12	25.00	25.50	25.50	25.50	24.22
Cobre	US\$/tm	8,049	3.50	25.79	7,600	7,400	7,000	7,200	7,300	7,350
Maíz	US¢/bu	534	-1.91	17.69	425	430	425	420	425	401
Trigo	US¢/bu	671	0.56	9.30	593	580	580	580	586	538

Fuente: Bloomberg *al 14/ene/21 ; Por sus siglas en inglés RBOB (Reformulated gasoline blendstock for oxygenate blending)

Deuda Corporativa

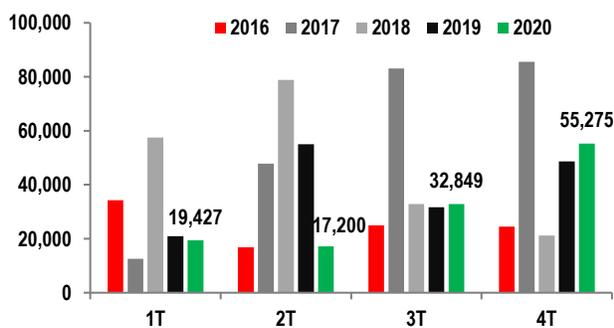
2020 fue un año que puso a prueba la resiliencia de las empresas, provocando innumerables retos que podrían extenderse hacia los primeros meses de este año. Al inicio de 2021 la cautela prevalece entre los inversionistas frente a señales de crecimiento mixtas y cuantiosos riesgos de corto plazo de cara al deterioro de las condiciones epidemiológicas. En este contexto, con base en los pronósticos de crecimiento económico al 1T21 y tomando en cuenta el desempeño histórico del mercado, esperamos un bajo nivel de actividad en colocaciones. El elevado nivel de incertidumbre a raíz de la crisis sanitaria y su efecto en la economía mundial resultaron en una caída del financiamiento de las empresas. En este sentido, el monto en circulación del mercado corporativo retrocedió 6.3% a/a alcanzando niveles similares a los registrados en 2016-2017, mientras que el monto emitido se contrajo 20.2% a/a, ascendiendo a \$124,752 millones.

En medio de la cautela, anticipamos que los inversionistas continuarán participando en sectores considerados como defensivos, en particular porque la economía podría continuar operando de forma intermitente hasta que un alto porcentaje de la población esté vacunada. Los sectores que continuarán favorecidos serán: consumo básico, manufactura y bancario. Por su parte, los sectores que ubicamos con riesgo moderado son: instituciones financieras no bancarias (IFNB) de arrendamiento y del sector automotriz, al mantener sus calificaciones y sólidos niveles crediticios, así como aeropuertos con elevados niveles de liquidez. No obstante, los sectores que mantenemos con riesgo alto son: consumo discrecional, aerolíneas, energía, IFNB de microcrédito y Fibras.

En cuanto al sector energético, los desafíos permanecerán a lo largo de 2021 ante el escenario de una débil demanda a nivel global con base en la frágil recuperación económica, a pesar del inicio de la distribución de la vacuna. No obstante, se anticipa estabilidad en el precio del petróleo, con las principales referencias cotizando alrededor de 50 y 60 dólares por barril. En este escenario, para Pemex, uno de sus principales retos a lo largo del año será el refinanciamiento de \$120,000 millones. Es importante mencionar que la empresa cuenta con líneas de crédito sindicadas, de las cuales al 20 de octubre se encontraban disponibles US\$ 2,050 millones (27.5% del total contratado) y \$700 millones (1.9%), por lo que la flexibilidad financiera de la empresa es limitada, aunado a posibles presiones en su costo de financiamiento. Otro de los retos a observar durante 2021 será la producción; en 2020 (cifras a noviembre) la producción promedio se ubicó en 1,660 bbl/d, por debajo de los 1,866 bbl/d establecidos en el Plan de Negocios 2019-2023.

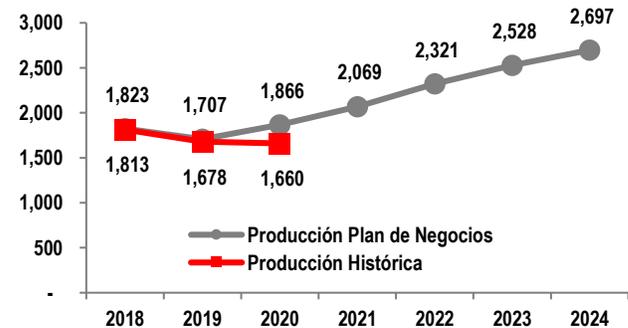
Tania Abdul Massih
 Director Deuda Corporativa
 tania.abdul@banorte.com

Monto emitido de largo plazo – Corte trimestral
 Millones de pesos



Fuente: Banorte con información de PIP

Pemex – Producción de petróleo esperado vs. histórica
 Miles de barriles diarios



Fuente: Pemex

Últimas notas relevantes

Economía de México

- *Inflación 2021 – Reversión de distorsiones por la pandemia en medio de una economía débil*, 15 de enero de 2021, [<pdf>](#)
- *Los 10 temas más importantes de 2021*, 21 de diciembre de 2020, [<pdf>](#)
- *Banxico – El ciclo de bajas se reanudará en febrero*, 17 de diciembre de 2020, [<pdf>](#)
- *El salario mínimo aumentará 15% en 2021*, 17 de diciembre de 2020, [<pdf>](#)
- *Banco de México responde a aprobación de iniciativa sobre captación de divisas*, 10 de diciembre de 2020, [<pdf>](#)
- *Galia Borja es nominada como la siguiente Subgobernadora de Banxico*, 7 de diciembre de 2020, [<pdf>](#)
- *S&P se une a Fitch en la ratificación de la calificación crediticia de México*, 3 de diciembre de 2020, [<pdf>](#)
- *El gobierno presenta nuevo plan de inversión con el sector privado por \$228,632 millones*, 30 de noviembre de 2020, [<pdf>](#)
- *PIB 3T20 – Con pocos cambios, destacando un mayor dinamismo en servicios*, 26 de noviembre de 2020, [<pdf>](#)
- *El FMI ratifica la Línea de Crédito Flexible de México en su revisión anual*, 20 de noviembre de 2020, [<pdf>](#)
- *Presupuesto de Egresos – Mayor gasto en salud y programas sociales*, 13 de noviembre de 2020, [<pdf>](#)
- *Conclusiones del artículo IV del FMI – Recomendaciones ante el COVID-19*, 7 de octubre de 2020, [<pdf>](#)

Economía de Estados Unidos

- *Se logró el Blue Wave tras la segunda vuelta en Georgia*, 6 de enero de 2021, [<pdf>](#)
- *Decisión del FOMC – Sin sorpresas, únicamente con ajustes moderados al forward guidance*, 16 de diciembre de 2020, [<pdf>](#)
- *El mercado laboral modera su recuperación en 4T20*, 4 de diciembre de 2020, [<pdf>](#)
- *Minutas del FOMC – Esperamos un cambio en el forward guidance y una ampliación del programa de activos en diciembre*, 25 de noviembre de 2020, [<pdf>](#)
- *Elecciones 2020 – Aún no se conoce quién será el próximo presidente de EE.UU.*, 4 de noviembre de 2020, [<pdf>](#)
- *PIB en 3T20 – Fuerte repunte en el tercer trimestre, pero vemos riesgos a la baja para 4T20*, 29 de octubre de 2020, [<pdf>](#)

Economía Global

- *Eurozona: Decisión del ECB – Agresivas medidas de estímulo ante renovada ola de contagios*, 10 de diciembre de 2020, [<pdf>](#)
- *Brasil: El Copom mantuvo la tasa Selic sin cambios y mostró un tono menos dovish*, 9 de diciembre de 2020, [<pdf>](#)
- *Reuniones anuales del FMI y BM 2020 - Lidiando con los efectos de una grave crisis de salud*, 19 de octubre de 2020, [<pdf>](#)
- *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>](#)
- *Unión Europea – Paquete de estímulo fiscal sin precedentes*, 21 de julio de 2020, [<pdf>](#)

Renta fija, tipo de cambio y commodities

- *OPEP+*: A. Saudita recortará su producción en 1 Mbbl/d durante febrero y marzo, 5 de enero de 2021, [<pdf>](#)
- *México PAF 2021*: Menor requerimiento de financiamiento, reflejo de un eficiente manejo de pasivos, 21 de diciembre de 2020, [<pdf>](#)
- *Calendario de emisiones IT21*: incremento en Bonos M y Udibonos, 18 de diciembre de 2020, [<pdf>](#)
- *Comisión de Cambios*: Renovación de financiamiento en USD, 7 de diciembre de 2020, [<pdf>](#)
- *OPEP+*: incremento en producción por 0.5 Mbbl/d a partir de enero de 2021, 3 de diciembre de 2020, [<pdf>](#)
- *USD/MXN*: estimamos cierre de 2020 en 20.50 y 2021 en 19.80, 25 de noviembre de 2020, [<pdf>](#)
- *Operación de refinanciamiento de deuda por parte de la SCHP ayer*, emitiendo dos nuevas referencias para la curva de UMS, 17 de noviembre 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

- *GCC, 2021*: Destacable rentabilidad y solidez financiera, 13 de enero de 2021, [<pdf>](#)
- *CEMEX, 2021*: Favorables perspectivas detonarán crecimiento, 12 de enero de 2021, [<pdf>](#)
- *GMEXICO, 2021*: Panorama positivo, pero valuación apretada, 7 de enero de 2021, [<pdf>](#)
- *GMXT, 2021*: Favorables perspectivas y muy atractiva valuación, 7 de enero de 2021, [<pdf>](#)
- *AEROPUERTOS (Diciembre)*: Cierra 2020 con menor ritmo de mejora secuencial, 7 de enero de 2021, [<pdf>](#)
- *Flash TLEVISA*: Concluye adquisición del 64% de Univision por Searchlight y ForgeLight, 29 de diciembre de 2020, [<pdf>](#)
- *Flash OMA*: Fintech podría lanzar OPA para aumentar su participación en Oma, 23 de diciembre de 2020, [<pdf>](#)
- *Flash AXTEL*: Cancela proceso de venta para toda la compañía, buscará hacerlo por partes, 21 de diciembre de 2020, [<pdf>](#)
- *TELECOMUNICACIONES*: Sentando las bases para el crecimiento futuro, 21 de diciembre de 2020, [<pdf>](#)
- *Flash FIBRAPL*: Anuncia la adquisición de 2 propiedades, 21 de diciembre de 2020, [<pdf>](#)
- *BEBIDAS*: Valuaciones atractivas de cara a la recuperación, 18 de diciembre de 2020, [<pdf>](#)
- *Flash FCFE*: Se mantiene distribución resiliente al entorno en el 4T20, 18 de diciembre de 2020, [<pdf>](#)
- *Flash ALFA*: Aprueba dividendo a distribuirse el 5 de enero, 17 de diciembre de 2020, [<pdf>](#)
- *Flash FEMSA*: Se expande en el negocio de distribución de productos de limpieza en EE.UU., 17 de diciembre de 2020, [<pdf>](#)
- *Flash AMX*: Gana derecho para adquirir 32% de los suscriptores móviles de OI en Brasil, 15 de diciembre de 2020, [<pdf>](#)
- *Flash VOLAR*: Concluye de manera exitosa su oferta subsecuente, 11 de diciembre de 2020, [<pdf>](#)
- *Flash IENOVA*: Entra nuevo socio al proyecto ECA Licuefacción, 10 de diciembre de 2020, [<pdf>](#)

- *Flash VOLAR: Más detalles respecto a la oferta pública primaria*, 9 de diciembre de 2020, [<pdf>](#)
- *Flash AMX: IFT modifica medidas asimétricas como agente económico preponderante*, 8 de diciembre de 2020, [<pdf>](#)
- *Flash VOLAR: Oferta pública primaria fuera de México*, 8 de diciembre de 2020, [<pdf>](#)
- *Inicio de Cobertura, TERRA y FIBRAPL: FIBRAs industriales resilientes al entorno*, 7 de diciembre de 2020, [<pdf>](#)
- *Flash ALFA / NEMAK: Controladora Nemark cotizará a partir del 14 de diciembre 2020*, 4 de diciembre de 2020, [<pdf>](#)
- *Entorno Bursátil: S&P500 continuará el rally en 2021*, 4 de diciembre de 2020, [<pdf>](#)
- *Entorno Bursátil: Recuperación y valuación dan sustento al IPC*, 4 de diciembre de 2020, [<pdf>](#)
- *Flash IENOVA: Recibe propuesta de OPA de Sempra Energy*, 2 de diciembre de 2020, [<pdf>](#)
- *Flash OMA: Obtiene aprobación del Programa Maestro de Desarrollo 2021-2025*, 1 de diciembre de 2020, [<pdf>](#)
- *Flash GAP: Se aprueba revisión de Programa Maestro de Desarrollo de aeropuertos en México*, 30 de noviembre de 2020, [<pdf>](#)
- *Flash TLEVISA: Declarada como agente económico con poder sustancial en Cable por el IFT*, 27 de noviembre de 2020, [<pdf>](#)
- *Flash WALMEX: Es investigado por presuntas prácticas monopólicas relativas*, 24 de noviembre de 2020, [<pdf>](#)
- *Flash IENOVA: Da el sí a proyecto ECA Licuefacción*, 17 de noviembre de 2020, [<pdf>](#)
- *RESULTADOS 3T20 Inicia la recuperación, y sorprenden las mejoras en rentabilidad*, 5 de noviembre de 2020, [<pdf>](#)

Deuda Corporativa

- *Evolución de Spreads: Diciembre 2020*, 11 de enero de 2021, [<pdf>](#)
- *Lo Último en Deuda Corporativa: DICIEMBRE 2020*, 11 de enero de 2021, [<pdf>](#)
- *Impactos de la pandemia en 2020*, 17 de diciembre de 2020, [<pdf>](#)
- *Tutorial de Calificaciones Crediticias*, 17 de diciembre de 2020, [<pdf>](#)
- *Intercambio de activos de Pemex por Bonos de Desarrollo del Gob Federal*, 15 de diciembre de 2020, [<pdf>](#)
- *Sectorial arrendadoras y crédito automotriz 3T20*, 20 de noviembre de 2020, [<pdf>](#)
- *Evolución CEDEVIS: 3T20*, 18 de noviembre de 2020, [<pdf>](#)
- *Evolución TFOVIS/FOVISCB 3T20*, 5 de noviembre 2020, [<pdf>](#)
- *PEMEX – Resultados al 3T20*, 28 de octubre de 2020, [<pdf>](#)
- *Pemex regresa a los mercados internacionales*, 9 de octubre de 2020, [<pdf>](#)

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

Ideas de inversión más recientes

Recomendación	P/G	Apertura	Cierre
Recibir TIE-IRS de 6 meses (6x1)		17-dic.-20	
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 Dic'25	G	31-ene.-20	12-feb.-20
Invertir en Udibono Jun'22	G	9-ene.-20	22-ene.-20
Invertir en Bono M Nov'47	P	25-oct.-19	20-nov.-19
Invertir en Bonos M Nov'38 y Nov'42	G	16-ago.-19	24-sep.-19
Invertir en Bonos M de corto plazo	G	19-jul.-19	2-ago.-19
Invertir en Bono M Nov'42	P	5-jul.-19	12-jul.-19
Invertir en Bonos M Nov'36 y Nov'38	G	10-jun.-19	14-jun.-19
Invertir en Bonos M Jun'22 y Dic'23	G	9-ene.-19	12-feb.-19
Invertir en Bonos D	G	31-oct.-18	3-ene.-19
Invertir en Udibono Jun'22	P	7-ago.-18	31-oct.-18
Invertir en Bonos D	G	30-abr.-18	3-ago.-18
Invertir en Bonos M de 20 a 30 años	G	25-jun.-18	9-jul.-18
Cortos en Bonos M	G	11-jun.-18	25-jun.-18
Invertir en Udibono Jun'19	G	7-may.-18	14-may.-18
Invertir en Bonos M de 7 a 10 años	P	26-mar.-18	23-abr.-18
Invertir en Udibono Jun'19	G	20-mar.-18	26-mar.-18
Invertir en Bonos M de 5 a 10 años	G	5-mar.-18	20-mar.-18
Invertir en Bonos D	G	15-ene.-18	12-mar.-18
Invertir en UMS (USD) de 10 años Nov'28	P	15-ene.-18	2-feb.-18

G = Ganancia, P = Pérdida

Registro histórico de recomendaciones direccionales de renta fija

Recomendación	Entrada	Objetivo	Stop-loss	Cierre	P/G	Apertura	Cierre
Invertir Udibono Dic'20	3.05%	2.90%	3.15%	3.15%	P	9-ago.-17	6-oct.-17
Steepener 5-10 años en TIE-IRS	28pb	43pb	18pb	31pb	G ²	15-feb.-17	15-mar.-17
Steepener 5-10 años en TIE-IRS	35pb	50pb	25pb	47pb	G	2-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 TIE-IRS 1 año (13x1)	3.92%	3.67%	4.10%	3.87% ¹	G	12-nov.-15	8-feb.-16
Largo dif TIE-28 vs US Libor de 10 años	436pb	410pb	456pb	410pb	G	30-sep.-15	23-oct.-15
Recibir TIE-IRS 9 meses (9x1)	3.85%	3.65%	4.00%	3.65%	G	3-sep.-15	18-sep.-15
Dif.TIE-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 TIE-IRS 3 meses (3x1)	3.24%	3.32%	3.20%	3.30%	G	29-ene.-15	29-ene.-15
Pagar TIE-IRS 9 meses (9x1)	3.28%	3.38%	3.20%	3.38%	G	29-ene.-15	29-ene.-15
Pagar TIE-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 TIE-IRS 2 años (26x1)	3.75%	3.55%	3.90%	3.90%	P	11-jul.-14	10-sep.-14
Recibir TIE-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 TIE-IRS 6 meses (6x1)	3.83%	3.65%	4.00%	3.81%	G	10-oct.-13	25-oct.-13
Recibir TIE-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 TIE-IRS 9 meses (9x1)	4.50%	4.32%	4.65%	4.31%	G	21-jun.-13	12-jul.-13
Diferencial TIE-Libor 10 años	390pb	365pb	410pb	412pb	P	7-jun.-13	11-jun.-13
Recibir TIE-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 TIE-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 TIE-IRS 1 año (13x1)	4.87%	4.70%	5.00%	4.69%	G	11-ene.-13	24-ene.-13
Recibir TIE Pagar Mbono 10 años	46pb	35pb	54pb	54pb	P	19-oct.-12	8-mar.-13
Diferencial TIE-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 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, 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.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