

Perspectiva 2T21 – Optimismo sobre la recuperación global, aunque desigual

9 de abril 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

Nos encontramos a un año del inicio de la pandemia de Coronavirus y el mundo se encuentra en una mejor forma después de experimentar en el 2020 la peor crisis sanitaria y económica del último siglo. Existe en la actualidad una visión mucho más promisorio en torno a la recuperación económica, tal como se ha visto reflejado en los más recientes ajustes al alza en las proyecciones de crecimiento de la OCDE y el [FMI](#). Esto se basa en tres factores: (1) La continuidad de la respuesta de política económica, especialmente en países como Estados Unidos, en donde se anunció un [nuevo paquete de estímulo fiscal](#); (2) la fase inicial de los programas de vacunación en el mundo que permitan una transición hacia una nueva normalidad; y (3) los posibles ajustes en los patrones de consumo en aquellos países en donde se de una inoculación más acelerada (e.g. EE.UU.) tal como se observó con los “felices años veinte” en el mundo occidental en la década de 1920.

A pesar de este optimismo, todavía se vislumbran grandes desafíos en el horizonte. Probablemente la recuperación esperada para este año no será uniforme entre países y sectores. Adicionalmente, debemos de reconocer los riesgos provenientes de nuevas olas de contagio en varias regiones que desaten nuevas medidas de confinamiento. Asimismo, existe el peligro que dicho crecimiento esté acompañado de presiones inflacionarias, limitando el margen de maniobra tanto de la política monetaria como fiscal. Esto ya se ha visto en [algunas economías emergentes](#).

Ante este panorama, los mercados financieros internacionales continúan validando la estrategia de “*reflación*”. Esto se ha traducido en fuertes ganancias en índices accionarios, presiones en tasas de interés de largo plazo y una revaluación importante en el precio de las materias primas. Ante el panorama actual, los mercados han mostrado una mayor volatilidad, con inversionistas que temen que en algún momento los bancos centrales –como el Banco de la Reserva Federal– tengan que normalizar sus estrategias antes de lo previsto, ocasionando un fuerte reacomodo de inversiones, similar al *Taper Tantrum* de 2013.

En México, la [perspectiva de crecimiento](#) para este año ha sido más favorable debido al efecto positivo de la recuperación de nuestro principal socio comercial (i.e. Estados Unidos). Sin embargo, la coyuntura actual continúa representando un alto grado de complejidad para la economía mexicana, especialmente con una menor respuesta de política económica toda vez que Banxico ha señalado [el fin del ciclo de relajamiento monetario](#) y por el [lado fiscal](#) el margen de maniobra es mucho más limitado. Adicionalmente, los inversionistas centrarán su atención en las elecciones intermedias del 6 de junio.

Pronósticos de las principales variables macroeconómicas y financieras en México

Fin de periodo

	1T21	2T21	3T21	4T21	2020	2021
PIB (% a/a)	-5.0	18.1	6.5	3.9	-8.2	5.3
Inflación (% a/a)	4.7	4.5	4.1	4.7	3.2	4.7
USD/MXN	21.43	20.90	20.50	20.20	19.91	20.20
Tasa de referencia de Banxico (%)	4.00	4.00	4.00	4.25	4.25	4.25
TIE de 28 días (%)	4.29	4.35	4.35	4.60	4.48	4.60
IPC (puntos)	--	--	--	52,800	44,066	52,800

Fuente: Banorte

Documento destinado al público en general

México

Recientemente [revisamos nuestra expectativa para el PIB de este año de 4.1% a 5.3% a/a](#). Como mencionamos en dicha ocasión, gran parte del impulso provendría de un mayor dinamismo de la demanda externa, con el impulso del estímulo fiscal en EE.UU. clave para ello. No obstante, también identificamos algunas áreas de oportunidad en sectores domésticos, los cuales podrían mostrar mayor dinamismo una vez que el proceso de vacunación se acelere hacia el 2S21.

Además, también [modificamos nuestra previsión de inflación general al cierre del año, de 3.7% a/a a 4.7%](#) (ver gráfica abajo, izquierda). El estimado de la subyacente subió de 3.1% a 3.7%. Destacamos cuatro principales factores detrás del cambio: (1) Sorpresas al alza de la inflación en el 1T21; (2) menor holgura en la economía a la esperada en el margen, en conjunto con recientes disrupciones a las cadenas de suministro que están induciendo presiones en los costos de insumos; (3) expectativas de incrementos adicionales en los precios de energéticos; y (4) cierto traspaso de estos últimos a otros componentes, principalmente servicios no turísticos. En este contexto, [esperamos que Banxico comience a subir la tasa en su reunión del 16 de diciembre](#) con un aumento de 25pb a 4.25%. El alza que anticipamos sería antes de lo esperado por el consenso. Además de la inflación, el alza estaría sustentada por presiones en activos financieros que podrían extenderse, un posible apretamiento de la postura monetaria relativa y preocupaciones por algunos riesgos idiosincráticos.

La atención en el trimestre estará en las elecciones intermedias, con la mayoría de las campañas iniciando el 5 de abril. A nivel federal se renovará la totalidad de la Cámara de Diputados –500 escaños–, recordando que la coalición liderada por Morena actualmente cuenta con 334 curules (67%). De acuerdo con el modelo del agregador de encuestas *Oraculus*, la nueva coalición de este partido (que incluye al PT y el PVEM) obtendría 326 posiciones (65%; gráfica abajo derecha). Es importante mencionar que esto no sería suficiente para obtener la mayoría calificada de 334 (2/3), necesaria para cambios constitucionales. Sin embargo, el rango de variabilidad está entre 304 y 346 escaños. A nivel estatal y municipal se elegirán cerca de 20 mil cargos (tabla derecha, arriba). De acuerdo con la última encuesta de *El Financiero*, de las 15 gubernaturas en disputa, Morena y/o su coalición aventaja en 10 estados (tabla derecha, abajo). Cabe mencionar que dicho partido sólo gobierna en una de estas entidades (Baja California). En nuestra opinión, los resultados serán muy importantes ya que influirán en la dinámica política en la 2ª mitad del sexenio actual. El periodo de campañas finalizará el 2 de junio y la votación será el 6 de junio.

Francisco Flores

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

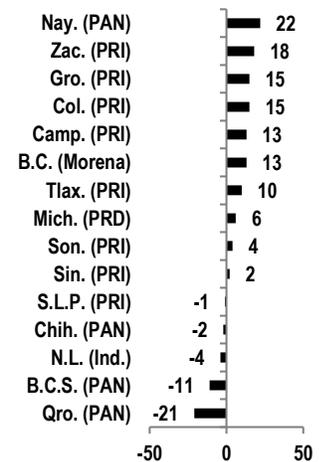
Puestos a disputarse en 2021

Total	20,443
Diputados Federales	500
Puestos locales	19,943
Gubernaturas	15
Congresos locales	1,063
Ayuntamientos	1,923
Sindicaturas	2,057
Regidurías	14,219
Juntas municipales	635
Extraordinarias	31

Fuente: INE

Ventaja de Morena en elecciones para gobernador

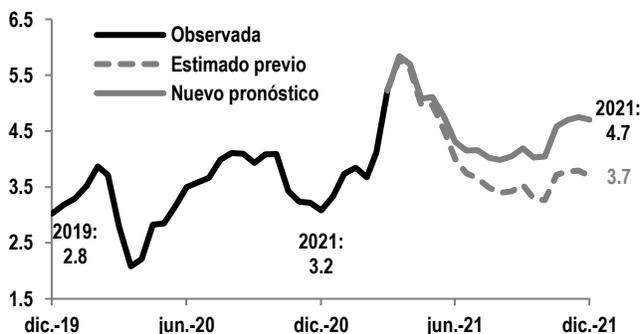
% sobre el contendiente más cercano



Nota: Diferencia con base en las preferencias efectivas; Morena es el primer o segundo lugar en todas las contiendas. Texto entre paréntesis: partido del gobernador actual.
Fuente: Banorte con datos de *El Financiero*

Estimados de inflación 2021

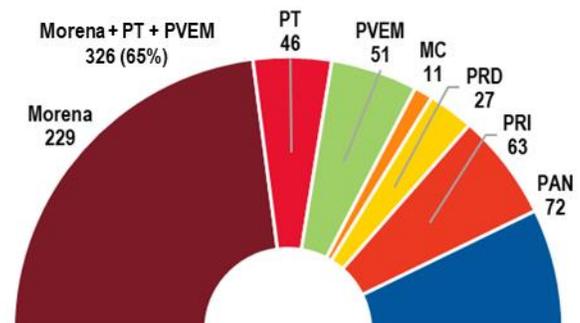
% a/a, frecuencia quincenal



Fuente: INEGI, Banorte

Proyección de resultados de la Cámara de Diputados

Escaños



Nota: No suma 500 diputados por diferencia de redondeo
Fuente: Oraculus al 26 de marzo

Estados Unidos

Los indicadores económicos han enviado señales mixtas durante los primeros tres meses de este año tras el avance en el PIB de 4.3% trimestral anualizado en 4T20. Del lado positivo, el mercado laboral se recuperó con fuerza –con la tasa de desempleo pasando de 6.7% a 6.0%–, mientras que el consumo fue mixto. Esta recuperación, junto con el limitado plan de estímulo aprobado a finales del 2020 y la eliminación de las medidas de contención en varios lugares benefició el gasto de las familias. Sin embargo, las fuertes nevadas en varios estados a mediados de febrero jugaron en contra. Del lado de la oferta, las manufacturas también tuvieron un desempeño mixto, apoyadas por las expectativas de recuperación y los estímulos fiscales y monetarios, pero afectadas por falta de energía ante el mal clima, problemas en las cadenas de suministros (*e.g.* falta de semiconductores) y obstrucciones en algunos puertos, entre otros. Ante este escenario, esperamos que el PIB haya crecido 5.3% en 1T21. Para el segundo trimestre anticipamos una fuerte recuperación del consumo (9.5%) ante los avances en las vacunaciones y [el paquete de estímulo fiscal por US\\$1.9 billones](#) (8.4% del PIB). Junto con la extensión de los beneficios por desempleo, el consumo será el principal impulsor del PIB en el 2T21, que proyectamos en 8.7%.

El trimestre se caracterizará por un repunte de la inflación anual, principalmente por las bajas bases de comparación con la caída de los precios en estos mismos meses el año pasado debido al inicio de la pandemia. Además, existe nerviosismo por el alza de los energéticos y *commodities* en general, la aceleración de la demanda y otras restricciones de oferta. Lo importante, en nuestra opinión, es si el incremento será temporal o no. Si bien los mercados están preocupados e incorporan una fuerte alza que perciben más permanente, el Fed ha mostrado un claro tono *dovish* en este frente, destacando que será transitorio. Ante la visión de la mayoría de los miembros de que aún falta mucho para alcanzar las metas de inflación y empleo, no esperamos un alza en la tasa de referencia al menos hasta finales de 2022. Además, el anuncio del *tapering* sería hasta finales del año (diciembre), iniciando el próximo de manera muy gradual. Es probable que la presión por moderar el alza de las tasas de largo plazo continúe, aunque no vemos medidas ante condiciones financieras que siguen muy laxas. Por su parte, ya no esperamos nuevos estímulos fiscales, pero habrá muchos temas importantes en términos de gastos, ingresos y deuda. Por un lado, la presentación completa del presupuesto 2022 tras los primeros lineamientos publicados hace unos días, con las miradas en posibles alzas de impuestos para personas físicas y corporaciones. Por el otro lado, discusiones y posturas de ambos partidos después de que Biden dio a conocer su plan de infraestructura, energía verde y educación.

Estimados Banorte sobre Estados Unidos

	2020	1T21	2T21	3T21	4T21	2021*
PIB (% t/t anualizado)*	-3.5	<u>5.3</u>	<u>8.7</u>	<u>7.0</u>	<u>4.5</u>	<u>6.1</u>
Consumo Privado	-3.9	<u>6.1</u>	<u>9.5</u>	<u>7.8</u>	<u>4.5</u>	<u>6.9</u>
Inversión Fija	-1.8	<u>7.3</u>	<u>8.5</u>	<u>7.0</u>	<u>6.6</u>	<u>9.3</u>
Exportaciones	-12.9	<u>11.2</u>	<u>9.1</u>	<u>8.2</u>	<u>7.4</u>	<u>8.8</u>
Importaciones	-9.3	<u>12.6</u>	<u>9.5</u>	<u>7.8</u>	<u>7.4</u>	<u>14.9</u>
Inflación (% anual, promedio)	1.2	<u>1.5</u>	<u>1.9</u>	<u>2.0</u>	<u>2.0</u>	<u>1.9</u>
Tasa de desempleo (% fdp)	6.7	6.0	<u>5.6</u>	<u>5.3</u>	<u>5.1</u>	<u>5.1</u>
Creación de empleo (miles)	-9,374	1,617	3,200	4,800	4,000	13,617

* En el PIB, todas las tasas son t/t anualizadas excepto para todo 2020 y 2021, donde se refieren a la tasa anual.

Fdp: fin de periodo. Fuente: Banorte

Katia Goya

Subdirector Economía Internacional
katia.goya@banorte.com

Global

Tras la crisis generada por la pandemia, el proceso de recuperación de este evento marcará una clara diferencia entre países desarrollados y emergentes. De acuerdo con el FMI la recuperación será divergente, con un avance de 5.1% del primer grupo y de 6.7% del segundo. Sin embargo, este último estaría impulsado por China (8.4%) e India (12.5%), con retos en general más elevados para el resto de los países.

Primero, partiendo de que el avance de la vacunación es el eje de las expectativas de la recuperación, las diferencias en este frente son de los factores más destacables. Como ejemplo, en EE.UU. el 33.5% de la población ha recibido al menos una dosis; en Brasil apenas 9.1% y en México 7.0%. El FMI estima que los avanzados y sólo algunos emergentes tendrán amplia disponibilidad de vacunas en el verano de 2021, pero la mayoría de los países hasta el 2S22. Esto significa que los procesos de reapertura están contrastando de manera muy clara entre los dos grupos, con una aceleración del empleo y del sector servicios en países avanzados. Esta tendencia probablemente continuará, aunque no dejamos de destacar los riesgos de una apertura muy rápida. En particular, el reto parece ser que el ritmo de vacunación sea más rápido que el de nuevos contagios, sobre todo ante las mutaciones del virus.

El siguiente tema clave es el de estabilidad financiera y la posibilidad de mayores estímulos. Las economías avanzadas han sido agresivas en los estímulos y no parecen listas para empezar a retirarlos (tanto fiscales como monetarios). Ante esto, la recuperación ha venido de la mano de fuertes alzas en los precios de los *commodities*, de las expectativas de inflación y las tasas de interés de largo plazo. A su vez, esto ha inducido mayores costos de financiamiento y ajustes importantes de las monedas de emergentes ante salidas de flujos de capitales, similar al *Taper Tantrum* en EE.UU. en 2013. Para los emergentes, esto complica el panorama de inflación –tornando a los bancos centrales más cautelosos–, y exacerba las vulnerabilidades de las cuentas externas y fiscales, reduciendo el espacio para proveer estímulo a sus economías. En este sentido, los responsables de las políticas deben caminar una línea muy delgada entre estímulos agresivos y los desbalances financieros que podrían generar, pudiendo afectar (e incluso revertir) la recuperación. Los ejemplos más claros de esta disyuntiva incluyen algunos bancos centrales que ya tuvieron que subir tasas (*e.g.* Brasil, Turquía, Rusia y Ucrania) e inclusive pausar el relajamiento, como Banxico recientemente. Si bien el grupo de emergentes es muy heterogéneo y las mejores medidas a implementarse varían de acuerdo a sus particularidades, lo que es un hecho es que el panorama para ellos es mucho más complejo.

Del lado más positivo, el IIF estima que los riesgos (incluyendo la posibilidad de contagio por problemas en otros países) son más moderados que durante 2018 o el *Taper Tantrum*. Argumentan que, como grupo, cuentan con mejores condiciones iniciales que en esta última ocasión. Entre las razones, incluyen que: (1) No tuvieron entradas de flujos financieros del exterior tan altos –estimulados por las rondas de *QE* en avanzados– por lo que son menos vulnerables en el posicionamiento; (2) las monedas no se han apreciado tanto en términos reales, mejorando las valuaciones de sus activos; y (3) las posiciones de cuenta corriente externas por los ajustes ante el choque inicial del COVID-19 (hacia superávits) son más favorables, requiriendo menor financiamiento del exterior. Por el contrario, es importante advertir que, en la medida en que el regreso a la normalidad se retrase más, es probable que los riesgos y el impacto negativo de mediano y largo plazo para estos países vaya en aumento.

Juan Carlos Alderete, CFA
Director, Análisis Económico
juan.alderete.mactal@banorte.com

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

Renta fija gubernamental

El 1T21 resultó en un fuerte ajuste en las tasas de interés de los bonos soberanos a lo largo del mundo. Esto se dio ante las perspectivas de una recuperación económica más robusta, mayores acciones de estímulo fiscal y el posible impacto de esta combinación en la dinámica de endeudamiento e inflación, principalmente en regiones avanzadas. Los *Treasuries* norteamericanos lideraron las presiones, con la referencia de 10 años pasando de 0.91% a 1.74%. De acuerdo con nuestro modelo econométrico, el valor justo de este instrumento se encuentra en 2.15% para finales de año. Vale la pena tomar en cuenta que los participantes del mercado continuarán ajustando la valuación de tasas de largo plazo conforme esperamos que el Fed anuncie un *tapering* al *QE* en diciembre, con primeros ajustes a inicios de 2022.

Santiago Leal

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

Esta situación también impactó a la curva mexicana, registrando pérdidas en promedio de 95pb en Bonos M, con la parte larga siendo la más afectada. Asimismo, se ha observado un deterioro en las condiciones de operación y liquidez –en línea con otros mercados emergentes–. Esto ha agudizado la volatilidad, bajo un contexto donde los flujos hacia mercados emergentes han revertido el *momentum* positivo de inicios de año, plasmado en una contracción de las tenencias de extranjeros en papel mexicano. En tanto, al juzgar por los ajustes en el *CDS* relativo a otras economías comparables y diferenciales contra *Treasuries*, el mercado ha asignado una prima de riesgo ligeramente mayor para activos locales, consistente con una recuperación económica heterogénea entre regiones y avances desiguales en la vacunación, así como un posicionamiento más cauto de cara a la elección intermedia del 6 de junio.

La dirección de las tasas locales es congruente con una perspectiva de recuperación global, aunque esta posiblemente ha excedido niveles de equilibrio de corto plazo por lo que estamos pendientes de puntos de entrada atractivos para posiciones largas tácticas en Bonos M de mediana y larga duración. Continuamos esperando una estructura más empinada en la curva nominal. Sin embargo, a pesar de reconocer un tono más *hawkish* por parte de Banxico, el descuento actual en la curva aún es elevado respecto los ajustes potenciales en la tasa de referencia donde el banco central pudiera entregar un alza de 25pb en diciembre. La corrección en las curvas también ha afectado a los instrumentos a tasa real.

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	4.08	<u>4.00</u>	<u>4.00</u>	<u>4.08</u>	
Fin de periodo	7.25	8.25	7.25	4.25	6.50	5.00	4.25	4.25	4.00	<u>4.00</u>	<u>4.00</u>	<u>4.25</u>	
Cetes 28 días													
Promedio	6.70	7.64	7.87	5.33	7.00	5.53	4.68	4.25	4.13	<u>4.00</u>	<u>4.00</u>	<u>4.13</u>	
Fin de periodo	7.26	8.06	7.13	4.25	6.39	4.81	4.27	4.25	4.09	<u>4.00</u>	<u>4.00</u>	<u>4.25</u>	
TIIE 28 días													
Promedio	7.05	8.00	8.31	5.69	7.33	6.05	4.97	4.50	4.36	<u>4.35</u>	<u>4.35</u>	<u>4.43</u>	
Fin de periodo	7.62	8.59	7.69	4.48	6.71	5.29	4.55	4.48	4.29	<u>4.35</u>	<u>4.35</u>	<u>4.60</u>	
Bono México 10 años													
Promedio	7.15	7.93	7.61	6.25	6.88	6.39	5.81	5.92	5.98	<u>6.50</u>	<u>6.80</u>	<u>6.88</u>	
Fin de periodo	7.64	8.63	6.85	5.54	7.09	5.81	5.83	5.54	6.81	<u>6.75</u>	<u>6.85</u>	<u>6.90</u>	
Bono EE.UU. 10 años													
Promedio	2.33	2.91	2.14	0.88	1.38	0.68	0.65	0.85	1.31	<u>1.80</u>	<u>1.92</u>	<u>2.08</u>	
Fin de periodo	2.41	2.71	1.92	0.91	0.67	0.66	0.68	0.91	1.74	<u>1.85</u>	<u>2.00</u>	<u>2.15</u>	
Diferencial 10 años México vs. EE.UU.													
Promedio	482	502	547	534	550	571	509	507	467	<u>498</u>	<u>487</u>	<u>480</u>	
Fin de periodo	523	592	493	463	642	515	515	463	507	<u>490</u>	<u>485</u>	<u>475</u>	

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

Tipo de cambio

El peso mexicano revirtió un sólido desempeño enero que alcanzó niveles de hasta 19.95 por dólar, afectado por el efecto de presiones en bonos globales que apoyó un nuevo impulso al dólar norteamericano, sugiriendo un mayor atractivo por diferenciales de tasas. El MXN alcanzó hasta 21.64 en marzo, una depreciación que se diluyó conforme avanzó el mes para un cierre trimestral en 20.43, equivalente a una pérdida de 2.4% t/t, deteniendo tres trimestres de apreciación consecutiva.

El fortalecimiento reciente en el USD ha capturado también la dinámica de recuperación desigual entre regiones, así como la expectativa y posterior materialización de los fuertes programas de estímulo en EE.UU. en medio de nuevas medidas de confinamiento afectando principalmente a países europeos, ampliando aún más el desfase en el ritmo de dinamismo económico. Dicho esto, el efecto de estos estímulos ya ha sido incorporado y esperamos que el proceso de vacunación acelerando y expresándose en un rebote de la actividad manufacturera nutra un panorama más favorable para EUR, limitando parcialmente el impulso del USD.

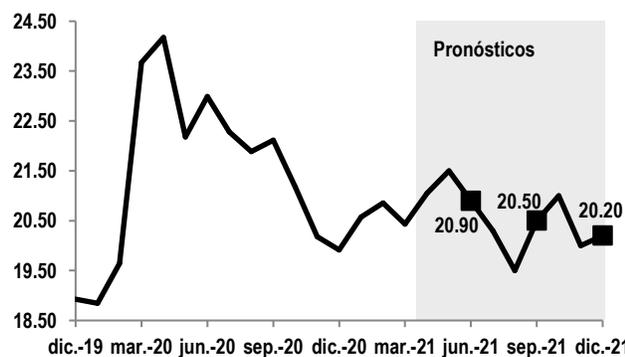
Para el peso mexicano, la resiliencia relativa a las presiones en otras divisas emergentes y a los ajustes en las tasas de interés locales son reflejo del impacto positivo de la posición monetaria relativa de México contra otros competidores de flujos, con un *carry* que continuará siendo atractivo. Asimismo, incluso en la fase más estresada a principios de marzo con el MXN avanzando hasta nuestro estimado de 21.60, la estructura subyacente mantuvo una operación estable donde la curva de volatilidades implícita ajustó ordenadamente y mantuvo presiones en las duraciones más cortas, en tanto la demanda por coberturas como aquellas ofrecidas a través del mecanismo *swap* con la Reserva Federal mantuvo bajas demandas. Esperamos un mercado que refleje una cobertura conforme nos acerquemos a las elecciones intermedias, con el MXN retomando dirección hacia máximos del año a partir de donde esperamos una nueva recuperación conforme se diluyen las primas asociadas a este evento. Nuestro modelo para el valor justo de la divisa arroja una lectura de USD/MXN 20.60, reforzando nuestra visión sobre un espacio de apreciación con valuaciones encareciéndose a partir de 19.60. Sin embargo, revisamos al alza nuestra trayectoria para el MXN considerando el efecto de un mercado manteniendo en su principal eje de dirección las expectativas sobre normalización monetaria global, con los mercados emergentes potencialmente impactados en el 3T21 conforme un proceso de *tapering* pudiera ser revelado en EE.UU. y considerando ajustes de 3σ en la experiencia del 2013 para el peso. Además, los mercados estarán atentos al posible fin del mandato de Alejandro Díaz de León al frente de Banxico a finales de año. Ahora estimamos un cierre de año para el USD/MXN en 20.20 desde 19.80.

Santiago Leal

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

USD/MXN

Pesos por dólar



Fuente: Bloomberg, Banorte

Pronósticos USD/MXN

Pesos por dólar

Periodo	Fin de periodo	Estimado Previo	Estimado Nuevo	Promedio periodo
1T20	23.67			
2T20	22.99			
3T20	22.11			
4T20	19.91			
1T21	20.43			
2T21		20.90	<u>20.90</u>	<u>21.15</u>
3T21		19.00	<u>20.50</u>	<u>20.10</u>
4T21		19.80	<u>20.20</u>	<u>20.40</u>

Fuente: Bloomberg, Banorte *Cifras subrayadas son pronósticos

Índices accionarios

Durante el 1T21, el apetito por riesgo continuó impulsando el desempeño de los principales índices accionarios, mientras las bolsas en EE.UU. siguieron, incluso, marcando nuevos máximos históricos. Lo anterior se ha dado en un [contexto de recuperación económica](#) y elevada liquidez, ante la continuidad del estímulo proveniente de políticas económicas, destacando el [nuevo plan fiscal en EE.UU.](#), y un proceso de vacunación que avanza de manera promisorio, aunque con algunas economías enfrentando más retos que otras. En los siguientes meses, la recuperación seguiría motivando el apetito por activos de riesgo, con las empresas retomando más claramente el crecimiento en utilidades, apoyadas por bases de comparación relativamente sencillas, y confirmando las efectivas estrategias de adaptación hacia una nueva normalidad post-pandemia. Aunque creemos que el entorno sigue siendo favorable para los activos de riesgo, la rotación de sectores hacia empresas cíclicas y de valor debería continuar, toda vez que las valuaciones de empresas de crecimiento comienzan a lucir apretadas. No obstante, los riesgos relacionados con el proceso de vacunación y una recuperación económica sostenida, posibles presiones inflacionarias que pudieran detonar un alza en tasas de interés antes de lo previsto y la expectativa de mayores impuestos corporativos en EE.UU. (de 21% a 28%), pudieran ocasionar cautela en los inversionistas y volatilidad en las bolsas.

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

Nivel de referencia S&P500. Desde nuestro punto de vista, el apetito por acciones estadounidenses podría continuar como parte de la estrategia de “*reflación*”, especialmente si se materializa el sólido crecimiento en las utilidades de las empresas que anticipa el mercado en la temporada de resultados trimestrales. Consideramos que la amplia liquidez que prevalece, un acelerado proceso de vacunación y nuevos estímulos económicos podrían llevar al [S&P500 a un nivel de 4,450pts.](#)

Nivel de referencia IPC. En México, tal como anticipábamos, la expectativa de recuperación y un atractivo nivel de valuación, particularmente ante un costo de riesgo que se mantiene atractivo, impulsaron al IPC durante el 1T21, lo que esperamos continúe. Mientras tanto, al incorporar [una recuperación más acelerada de lo previsto](#), particularmente [en rentabilidad](#), dadas las estrategias implementadas por las empresas, y considerando un múltiplo objetivo FV/EBITDA de 8.1x (consistente con el promedio del último año), subimos nuestro nivel de referencia para el IPC en 2021 a 52,800pts vs 51,200pts previo. Asumimos un crecimiento en EBITDA de 8.5% a/a (vs 6.8% anterior) y una disminución interanual de 2.5% en la deuda neta (vs -4.5% previo). En nuestra opinión, una revaluación dependerá de que efectivamente la recuperación continúe, con un proceso de vacunación que sigue enfrentando importantes retos, de cara al proceso electoral 2021. Reiteramos dentro de nuestra selección de emisoras para 2021 a [Amx](#), [Cemex](#), [Femsa](#), [Gmxt](#) y [Nemak](#), mientras empresas cíclicas, como [Alpek](#), [Gcc](#), [Gmexico](#) y [Orbia](#) deberían beneficiarse de la recuperación y el promisorio plan de infraestructura en EE.UU.

Pronóstico del S&P 500 para 2021

P/U fwd	S&P 500 (puntos)	Rendimiento Estimado (%)
25.0x	4,843	18.2
24.0x	4,649	13.5
23.0x	4,455	8.7
22.0x	4,261	4.0
21.0x	4,068	-0.7

Fuente: Bloomberg, Banorte

Pronóstico del IPC para 2021

FV/EBITDA	IPC (puntos)	Rendimiento Estimado (%)
8.5x	56,208	16.6
8.3x	54,510	13.1
8.1x	52,811	9.6
7.9x	51,112	6.1
7.7x	49,414	2.5

Fuente: Bloomberg, Banorte

Commodities

Las materias primas cerraron el 1T21 con ganancias impulsadas por la fuerte recuperación en el sector de energía que compensó las pérdidas en metales preciosos. Los índices GSCI y BCOM aumentaron 14.2% a/a y 6.9% a/a, respectivamente.

Leslie Orozco

Gerente Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio

leslie.orozco.velez@banorte.com

Los precios de los *commodities* han incrementado de forma significativa desde finales del año pasado iniciando un superciclo impulsado por las mejores expectativas económicas y de forma sucesiva por los cambios estructurales asociados al avance tecnológico, cambio climático y tendencias demográficas. En este sentido, [el FMI revisó al alza el crecimiento del PIB mundial](#) para 2021 a 6.0% desde un previo de 5.5% considerando los programas de vacunación, los estímulos fiscales en economías desarrolladas y el paulatino regreso a los patrones de consumo que colapsaron en 2020. En concreto, los precios del crudo regresaron a niveles pre-pandemia reflejando sólidas ganancias en el 1T21. El Brent cerró en 63.54 US\$/bbl (+22.7% t/t) y el WTI en 59.16 US\$/bbl (+21.9% t/t). Este desempeño también fue resultado del esfuerzo de la OPEP+ por mantener la estabilidad en el mercado de energía a través de ajustes en la oferta global. Actualmente, la organización anticipa un mayor consumo durante verano por lo que en su última reunión ministerial decidió [incrementar la producción gradualmente a partir de mayo](#) generando una señal optimista en torno a la recuperación de la demanda. Sin embargo, las condiciones de déficit continúan en el mercado con la EIA estimando un exceso de demanda de 0.8 y 1.3 Mbbbl/d para finales de 2021 y 2022, respectivamente. En este contexto, conservamos nuestra expectativa de precios para el Brent con niveles entre 70 y 75 US\$/bbl durante el año. En gasolinas, la EIA estima 2.14 US\$/gal en diciembre para el PADD 3 (+13.4% vs 2020) y para el gas natural anticipa un incremento de 8.0% a 3.10 US\$/MMBtu aludiendo una sostenida recuperación en los precios del crudo.

En metales, los industriales reflejaron un mejor desempeño comparado con los preciosos. En el último grupo, el oro limitó el *rally* del año previo registrando pérdidas de 10% t/t ante el renovado apetito por riesgo. Esperamos una dinámica contenida para este metal con una operación entre 1,650 y 1,800 US\$/oz t en lo que resta del año ante políticas acomodaticias y posibles presiones inflacionarias. En industriales, el cobre alcanzó máximos desde 2011 asimilando la reactivación de la industria. Mantenemos una visión positiva para este metal dirigida por la recuperación económica. Como resultado prevemos que la razón oro/cobre como indicador adelantado del crecimiento económico continuará con una tendencia positiva. Finalmente, los granos extendieron las ganancias del semestre previo con el maíz operando en máximos de 7 años. Favorecemos un mejor desempeño para este sector considerando la alta probabilidad de un evento climático de *La Niña*.

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

Producto	Unidad	Spot*	Desempeño (%)		Pronósticos del consenso					
			2019	2020	2T21	3T21	4T21	1T22	2021	2022
WTI	US\$/bbl	59.60	34.46	-20.54	61.00	60.00	60.00	58.00	58.97	56.05
Brent	US\$/bbl	63.32	22.68	-21.52	64.00	63.00	63.00	60.00	61.91	59.48
Gas Natural (H. Hub)	US\$/MMBtu	2.52	-25.54	15.99	2.67	2.65	2.90	3.00	2.74	2.62
Gasolina (RBOB)	US\$/gal	1.96	28.26	-17.05	1.72	1.70	1.64	1.76	1.67	1.78
Oro	US\$/onza troy	1,756	18.31	25.12	1,788	1,800	1,750	1,750	1,788	1,706
Plata	US\$/onza troy	25.45	15.21	47.89	25.70	25.02	24.11	23.30	25.52	23.70
Cobre	US\$/tm	9,008	3.50	25.79	8,750	8,500	8,250	8,200	8,299	8,157
Maíz	US\$/bu	580	-1.01	16.31	535	515	495	465	518	463
Trigo	US\$/bu	629	0.09	9.18	630	610	590	541	620	535

Fuente: Bloomberg *al 8/abr/21, Por sus siglas en inglés RBOB (Reformulated gasoline blendstock for oxygenate blending)

Últimas notas relevantes

Economía de México

- *Minutas Banxico – Preocupación por inflación, pero sin necesariamente parar el ciclo de bajas*, 8 de abril 2021, [<pdf>](#)
- *Inflación marzo – Revisamos nuestro estimado al cierre del año de 3.7% a 4.7%*, 8 de abril 2021, [<pdf>](#)
- *Pre-Criterios 2022 – Mayor expectativa de crecimiento mejoraría la postura fiscal*, 31 de marzo de 2021, [<pdf>](#)
- *Banxico finaliza el ciclo de bajas ante mayor inflación y volatilidad en los mercados*, 25 de marzo de 2021, [<pdf>](#)
- *Nuevo estímulo fiscal en EE.UU. impulsará la economía mexicana*, 11 de marzo de 2021, [<pdf>](#)
- *Informe Trimestral Banxico – Alza en estimados sugiere menor espacio para bajar tasas*, 3 de marzo de 2021, [<pdf>](#)
- *Las autoridades financieras presentan programa de bancarización para remesas en efectivo*, 8 de febrero de 2021, [<pdf>](#)
- *Los 10 temas más importantes de 2021*, 21 de diciembre de 2020, [<pdf>](#)
- *El salario mínimo aumentará 15% en 2021*, 17 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>](#)
- *El FMI ratifica la Línea de Crédito Flexible de México en su revisión anual*, 20 de noviembre de 2020, [<pdf>](#)

Economía de Estados Unidos

- *Minutas del FOMC – La postura actual es adecuada, a pesar de las presiones del mercado*, 7 de abril de 2021, [<pdf>](#)
- *Decisión del FOMC – Sorpresa dovish ante mediana del dot plot sin cambios*, 17 de marzo de 2021, [<pdf>](#)
- *Se aprueba un nuevo paquete de estímulo fiscal equivalente a 8.4% del PIB*, 10 de marzo de 2021, [<pdf>](#)
- *Fuerte creación de empleos en febrero*, 5 de marzo de 2021, [<pdf>](#)
- *PIB 4T20 Revisado – La economía creció 4.1% en el último trimestre del 2020*, 25 de febrero de 2021, [<pdf>](#)
- *Se logró el Blue Wave tras la segunda vuelta en Georgia*, 6 de enero de 2021, [<pdf>](#)

Economía Global

- *Perspectivas de la Economía Mundial del FMI – Fuerte recuperación, pero desigual*, 6 de abril de 2021, [<pdf>](#)
- *Brasil es el primer país del G-20 en elevar la tasa de referencia este año*, 17 de marzo de 2021, [<pdf>](#)
- *ECB – Se anunció un aumento significativo en las compras de activos el próximo trimestre*, 11 de marzo de 2021, [<pdf>](#)
- *Foro Económico Mundial Davos 2021 – Estrategias para enfrentar el “Gran Reinicio”*, 2 de febrero de 2021, [<pdf>](#)
- *Reuniones anuales del FMI y BM 2020 - Lidiando con los efectos de una grave crisis de salud*, 19 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

- *La SHCP emite nueva referencia de 20 años en la curva de UMS*, 8 de abril de 2021, [<pdf>](#)
- *OPEP+: se acuerda un incremento gradual de la producción entre mayo y julio*, 5 de abril de 2021, [<pdf>](#)
- *Calendario de emisiones 2T21: reducciones en montos a colocar ante fase de volatilidad presente*, 29 de marzo de 2021, [<pdf>](#)
- *OPEP+: se extiende la estructura de producción actual hasta abril 2021*, 4 de marzo de 2021, [<pdf>](#)
- *Comisión de Cambios: Renovación de financiamiento en USD*, 2 de marzo de 2021, [<pdf>](#)
- *Banxico extiende medidas de liquidez y crédito*, 25 de febrero de 2021, [<pdf>](#)

Mercado accionario

- *AEROPUERTOS (Marzo): Sorprende el avance en pasajeros nacionales*, 8 de abril de 2021, [<pdf>](#)
- *Flash VOLAR: Pasajeros nacionales retoman el crecimiento en marzo*, 8 de abril de 2021, [<pdf>](#)
- *Flash ASUR: Se aprueba revisión de tarifas máximas e inversiones de aeropuertos en México*, 7 de abril de 2021, [<pdf>](#)
- *Flash ASUR: Se adelanta punto de inflexión en pasajeros de marzo*, 7 de abril de 2021, [<pdf>](#)
- *Flash SORIANA: Propondrá dividendo con yield del 2.8%*, 6 de abril de 2021, [<pdf>](#)
- *Flash GAP: Regresa el crecimiento en pasajeros nacionales de marzo*, 6 de abril de 2021, [<pdf>](#)
- *Flash ALSEA: Extiende dispensa de restricciones financieras en sus créditos*, 5 de abril de 2021, [<pdf>](#)
- *Flash OMA: Fuerte mejora secuencial en pasajeros de marzo*, 5 de abril de 2021, [<pdf>](#)
- *Flash IENOVA: Sempra vende participación minoritaria en Sempra Infrastructure Partners*, 5 de abril de 2021, [<pdf>](#)
- *Flash NEMAK: Establece meta de reducción de 28% en gases contaminantes para 2030*, 31 de marzo de 2021, [<pdf>](#)
- *Flash ORBIA: Aprueba dividendo con interesante rendimiento de 3.7%*, 31 de marzo de 2021, [<pdf>](#)
- *Flash TLEVISA: En conversaciones para combinar ciertos activos de Contenidos con Univision*, 25 de marzo de 2021, [<pdf>](#)
- *Flash OMA: Retomará pago de dividendos con yield de 3.8%*, 24 de marzo de 2021, [<pdf>](#)
- *Flash AMX: Propondrá retribuciones para sus accionistas por hasta 5.5% de rendimiento*, 24 de marzo de 2021, [<pdf>](#)
- *Flash FCFE: Continúa atractiva distribución en el 1T21, yield 2.1%*, 19 de marzo de 2021, [<pdf>](#)
- *Flash CHDRAUI: Sorprende propuesta de dividendo para este 2021*, 19 de marzo de 2021, [<pdf>](#)
- *Flash LIVEPOL: Reanuda distribución de dividendos*, 16 de marzo de 2021, [<pdf>](#)
- *Flash NEMAK: Aprueba fondo de recompra de hasta \$2,500 millones*, 11 de marzo de 2021, [<pdf>](#)
- *Flash ALFA: Aprueba dividendo, yield 3.3%*, 11 de marzo de 2021, [<pdf>](#)
- *Flash AC: Propondrá dividendo con yield del 2.9%*, 10 de marzo de 2021, [<pdf>](#)
- *Flash ALPEK: Aprueba dividendo muy atractivo, 6.5% yield*, 9 de marzo de 2021, [<pdf>](#)
- *Entorno Bursátil: GENTERA y NMK salen del IPC, regresa R*, 5 de marzo de 2021, [<pdf>](#)
- *Flash AXTEL: Aumenta fondo de recompra; ahora el potencial asciende hasta 2.6% del marketcap*, 5 de marzo de 2021, [<pdf>](#)

- *Resultados 4T20: Continúa la recuperación y la mayor rentabilidad, mientras comienza el regreso de los dividendos*, 4 de marzo de 2021, [<pdf>](#)
- *Flash KOF: Propondrá atractivo dividendo con yield del 5.4%*, 4 de marzo de 2021, [<pdf>](#)
- *Flash LAB: Presenta estrategia de sustentabilidad 2025*, 3 de marzo de 2021, [<pdf>](#)
- *Flash FEMSA: Propondrá dividendo con yield del 1.6%*, 3 de marzo de 2021, [<pdf>](#)
- *Flash GAP: Regresan las distribuciones a accionistas*, 1 de marzo de 2021, [<pdf>](#)
- *Favoritas 2021: Favoreciendo recuperación y valuación*, 21 de enero de 2021, [<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)	G	17-dic.-20	03-mar-21
Invertir en Udibono Nov'23	P	11-feb.-21	26-feb.-21
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
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	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 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, 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
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

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	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