Perspectiva 3T21 – Mayor crecimiento, pero también mayor inflación

9 de julio 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

El balance a mediados de 2021 es favorable en términos de la recuperación económica en el mundo, con una visión promisoria para la segunda mitad del año. No obstante, la reactivación se ha dado a distintas velocidades entre economías e inclusive entre los diversos sectores dentro de un mismo país. Las cuestiones relacionadas a qué tan desigual y sostenible es la recuperación continuarán siendo un desafío importante para las políticas públicas a nivel global. Asimismo, a pesar del apoyo de los estímulos fiscales y monetarios, así como el avance en los programas de vacunación, prevalecen algunos riesgos asociados a nuevas cepas del Coronavirus que podrían limitar el ritmo de reactivación hacia delante.

El otro gran foco de atención se centra en las presiones inflacionarias que se están experimentando en muchas regiones. Por un lado, prevalecen algunas disrupciones en la cadena de suministro –ya sea por factores de logística, climáticos o sanitarios– que han generado presiones en costos, las cuales han comenzado a permearse a los precios que enfrentan los consumidores. Adicionalmente, se experimenta también un choque de demanda ante la importante recuperación que se ha visto en algunas economías como Estados Unidos o China, lo cual también se ha visto traducido en presiones inflacionarias y contaminación de expectativas.

Esta coyuntura ha incrementado la incertidumbre en torno al margen de maniobra de la política monetaria global. De tal forma, los inversionistas intentan identificar el momento en el cual el Fed anunciará el inicio de la normalización de su postura monetaria, lo cual estimamos podría ser en su reunión de septiembre. Esta situación ha generado mayor volatilidad en los mercados financieros y una reacción oportuna de algunos bancos centrales.

En México, después de las elecciones intermedias que tuvieron lugar el 6 de junio, el foco de atención regresará al sendero de recuperación económica, la implementación de políticas públicas y su impacto de corto, mediano y largo plazo. El país muestra una expectativa favorable de crecimiento para lo que resta del año, pero con desafíos importantes en términos de inflación, así como otros aspectos. Sin embargo, vale la pena mencionar que las tres principales agencias calificadoras recientemente ratificaron su *rating* soberano, con México manteniendo el estatus de emisor con grado de inversión. Será importante analizar la forma en la que México transitará hacia una 'nueva normalidad' en la segunda mitad del año y su implicación para diversos activos financieros en el país.

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	2022
PIB (% a/a)	-3.6	20.3	6.8	3.6	-8.3	6.2	3.0
Inflación (% a/a)	4.7	5.9	5.7	6.1	3.2	6.1	4.0
USD/MXN	20.43	19.94	20.00	20.20	19.91	20.20	20.90
Tasa de referencia de Banxico (%)	4.00	4.25	4.75	5.25	4.25	5.25	6.00
TIIE de 28 días (%)	4.29	4.53	5.10	5.60	4.48	5.60	6.35
IPC (puntos)	47,246	50,290	--	53,800	44,066	53,800	--

Fuente: Banorte

México

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

La recuperación ha sorprendido positivamente hasta ahora, impulsada por el fuerte rebote de EE.UU. y una reapertura más rápida de lo anticipado, lo que a su vez ha beneficiado al consumo privado y la inversión. Ante los resultados del 1T21 y las cifras ya conocidas del segundo trimestre, revisamos al alza nuestro pronóstico del PIB de 2021, de 5.9% a 6.2% (ver tabla abajo, izquierda). Esto, a pesar de que los riesgos de nuevos confinamientos por las variantes del COVID-19 y límites al avance de la industria por los cuellos de botella siguen latentes. Sobre el primero, creemos que se seguirán evitando restricciones muy estrictas, con la población más adaptada a las medidas sanitarias y el avance de las vacunaciones ayudando a evadir un escenario extremo. Además, para 2022 estimamos un avance de 3.0%. Con esto, la actividad económica alcanzaría niveles pre-pandemia tan pronto como en el 1T22, aunque aún con una brecha del producto negativa. Por otro lado, la atención seguirá en la evolución de los precios, lo que será clave para las próximas decisiones del banco central. En este contexto, esta semana revisamos nuestro estimado de inflación, ahora esperando que cierre el año en 6.1% a/a (ver gráfica abajo, derecha). Esto se debe en su mayoría a presiones más importantes en la subyacente (responsable de 35pb de los 60pb del total del ajuste), ubicándose en 4.7%. Además, establecemos el pronóstico para 2022 en 4.0% por una base más favorable, pero con algunas presiones más persistentes.

Considerando esta coyuntura, creemos que Banxico se encuentra en una situación bastante compleja, lo cual no le permitirá pausar en sus próximas decisiones. En específico, anticipamos alzas de 25pb en cada una de las cuatro reuniones restantes del 2021, subiendo la tasa a 5.25%. Esto estaría motivado no solo por la complejidad del entorno inflacionario, sino también por un menor margen de maniobra en la postura monetaria relativa (con bancos centrales de emergentes comenzando a apretar las condiciones monetarias, ver *Ensayo Global*) y en especial con el Fed preparándose para el *tapering* (ver *Ensayo EE.UU.*).

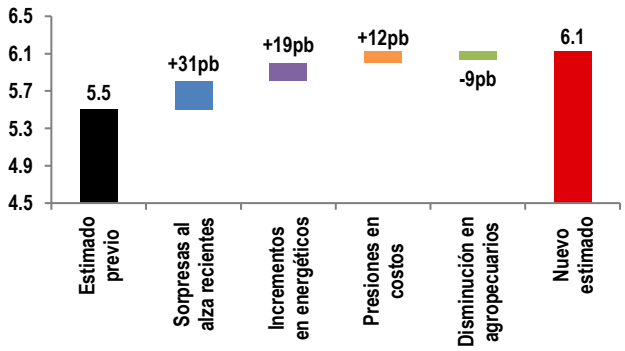
En otros temas relevantes del trimestre, en septiembre la atención se volcará en temas legislativos ante el inicio de sesiones de la LXV Legislatura de la Cámara de Diputados el 1 de septiembre. Entre los temas inmediatos que atender está la aprobación del *Paquete Económico*, que será presentado a más tardar el 8 de septiembre. En esta ocasión será especialmente relevante considerando: (1) El relevo en la Secretaría de Hacienda, con Rogelio Ramírez de la O sustituyendo a Arturo Herrera; y (2) una potencial reforma fiscal, aunque el presidente López Obrador ha diluido la posibilidad de proponerla.

PIB 2021: Demanda agregada
% a/a cifras originales; t/t cifras ajustadas por estacionalidad

% a/a	1T21	2T21	3T21	4T21	2021
PIB	**-3.6**	**20.3**	**6.8**	**3.6**	**6.2**
Consumo privado	-4.2	21.4	11.2	7.2	8.2
Inversión	-4.9	23.4	12.0	4.6	7.5
Gasto de gobierno	-0.7	-1.3	-2.2	2.3	-0.4
Exportaciones	-4.3	64.7	9.9	6.5	15.9
Importaciones	-1.0	49.0	22.9	11.9	18.7
% t/t					
PIB	**0.8**	**1.6**	**0.4**	**0.5**	**--**

Fuente: INEGI, Banorte

Estimado de inflación 2021
% a/a, contribución en puntos base



Fuente: Banorte

Estados Unidos

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

La recuperación se extendió al segundo trimestre, apoyada por una mayor reapertura y nuevas rondas de estímulo. No obstante, la creación de empleos no se ha acelerado con tanta fuerza, con 1.7 millones de nuevas plazas desde 1.6 millones en el primer trimestre. Aunque las expectativas eran más fuertes al inicio del periodo, la economía sigue reflejando los efectos de la pandemia en los patrones de consumo, el mercado laboral y las cadenas de suministro.

Los avances en la vacunación han permitido que siga la reapertura en la mayoría de los estados. Esto ha impulsado sobre todo a los servicios, especialmente hospedaje y entretenimiento. Sin embargo, el ritmo se ha moderado, y la administración de Biden no logró su meta de vacunar al menos al 70% de la población al 4 de julio. A pesar de esto, cerca del 55% ya está totalmente inoculada. Con esto y tasas de ahorro aún elevadas, esperamos que en 3T21 el avance del consumo y la sustitución relativa del gasto –de bienes a servicios– continúe. En el mercado laboral, creemos que varios factores que han restringido la oferta se irán resolviendo. Por un lado, varios estados Republicanos ya eliminaron los beneficios adicionales por desempleo y el resto expirarán a principios de septiembre. Nuestro análisis sugiere que esto muy probablemente llevará a un aumento en la oferta de mano de obra. Por el otro, mayor confianza y el regreso a clases presenciales de los niños llevarían a una mejoría de la tasa de participación. Ante este escenario, revisamos al alza nuestro estimado para el PIB de 2021 de 6.1% a 6.6%, con un ajuste en el consumo de 8.1% a 8.3%.

De la mano de una mayor demanda, las disrupciones en las cadenas de suministro y potenciales alzas en salarios, la preocupación seguirá centrada en la magnitud y persistencia de las presiones inflacionarias. Si bien estimamos que el máximo del año ya se tocó en mayo (5.0% a/a), esperamos que se mantenga arriba de 4.5% el resto del año. En este escenario, las miradas seguirán en el Fed. Estaremos atentos a las palabras de Powell en *Jackson Hole* del 26 al 28 de agosto, pero no vemos un anuncio del *tapering* ahí. Mantenemos nuestra expectativa de que el anuncio "anticipado" será en la decisión del FOMC de septiembre, "formalizándose" en diciembre y empezando en enero de 2022. Otros temas relevantes serán el plan de infraestructura por US$579 mil millones en nuevos gastos y discusiones sobre el techo de endeudamiento. El primero requiere de 60 votos en el Senado, por lo que necesita el apoyo de al menos 10 Republicanos. Si bien esperamos que se apruebe, su éxito dependerá de los Demócratas progresistas, mismos que desean estar seguros de que sus prioridades serán atendidas en la legislación paralela, destinada a la "infraestructura humana".

Estimados Banorte sobre Estados Unidos

	2020	1T21	2T21	3T21	4T21	2021*
PIB (% t/t anualizado)*	-3.5	6.4	8.2	5.7	3.7	6.6
Consumo Privado	-3.9	11.4	10.9	7.5	5.3	8.3
Inversión Fija	-1.8	12.1	10.4	7.6	5.7	10.9
Exportaciones	-12.9	-2.1	3.6	5.7	7.4	4.1
Importaciones	-9.3	9.5	7.0	7.4	7.4	13.6
Inflación (% anual, promedio)	1.2	1.9	4.7	4.6	4.6	3.9
Tasa de desempleo (% fdp)	6.7	6.0	5.9	5.4	4.9	4.9
Creación de empleo (miles)	-9,374	1,554	1,702	2,750	3,500	9,506

* 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

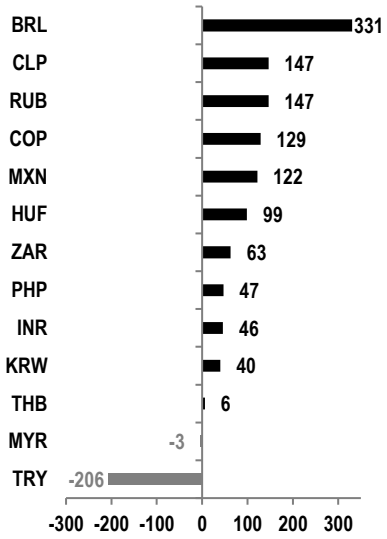
Global

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

La inflación general ha repuntado en muchos mercados emergentes en los últimos meses, entre los que se encuentran Turquía, Brasil y México. Esto ha llevado a un número cada vez mayor de bancos centrales a subir las tasas de interés, incluidos estos últimos y Rusia, entre otros. Además, un grupo mayor ha sugerido que es muy probable que tomen acciones de restricción monetaria en los próximos meses.

La mayor inflación en mercados emergentes se debe a una combinación de factores, incluyendo el fortalecimiento de la demanda ante la reapertura económica, presiones cambiarias, elevados precios de las materias primas –incluyendo energéticos– y problemas en las cadenas de suministro. Aunque el impacto en la inflación general podría ser transitorio, muchos bancos centrales han optado por reaccionar antes de lo que se esperaba para evitar que se desanclen las expectativas y preservar los logros de las acciones de política monetaria que se han tomado durante la pandemia. En este entorno, los mercados han incorporado también una importante normalización para lo que resta del año (ver gráfica lateral).

Alzas implícitas de tasas en 6 meses
Pb



* Nota: Al cierre del 8 de julio
Fuente: Banorte con datos de Bloomberg

En específico, en Brasil, el alza en los precios de la gasolina ha sido el principal detonante de los cambios en los precios administrados de los últimos meses. Además, una grave sequía hizo subir los precios de la electricidad en mayo, ya que las empresas del sector dependen, en gran medida, de las centrales hidroeléctricas. Estos factores han contribuido a una presión sostenida sobre la inflación general y a un alza en las expectativas para 2022 al ubicarse en 3.77%, por arriba del punto medio del objetivo para ese año de 3.5% (+/-1.5pp). Esto ha llevado al banco central a acelerar la normalización de la política monetaria, elevando la tasa *Selic* en 225pb en lo que va del año y ubicándola en 4.25%. Ante las señales del *Copom* de que harán lo que sea necesario para regresar la inflación al nivel objetivo, la encuesta del BCB entre analistas muestra la expectativa de que la tasa de referencia cerrará el 2022 en 6.75%. Es decir que al ciclo de alza todavía le faltarían al menos 250pb. Los mercados son mucho más agresivos, anticipando 331pb tan pronto como este año. En otros países, los cambios en los precios de las materias primas energéticas también han jugado un papel importante. Entre los que ya incorporan más alzas para el resto de 2021 se encuentran Rusia y Chile con casi 150pb en ambos casos, mientras que en México la apuesta actual es de +122pb (Banorte: +100pb a 5.25%). Como mencionamos en nuestra entrega pasada, esto confirma que el escenario ante los retos impuestos por el COVID-19 sigue siendo mucho más complejo para este grupo de países.

El retiro del estímulo monetario viene de la mano de riesgos para el crecimiento (sobre todo para la inversión), en un contexto donde los procesos de vacunación en las economías emergentes siguen siendo lentos y el número de contagios permanece elevado –además de variantes nuevas y más peligrosas–, manteniendo el riesgo de tener que cerrar actividades nuevamente. Por el contrario, alzas de tasas proveen condiciones para un fortalecimiento cambiario –con un potencial efecto adverso en las exportaciones– y reducen los riesgos de abruptas salidas de capitales, abonando en parte a una mayor estabilidad financiera. En específico, las autoridades siguen intentando evitar una mayor inflación, en particular el riesgo de desanclar las expectativas, y a la vez minimizar el impacto que podría tener sobre la recuperación. Sin embargo, lo más probable es que seguirán optando por retirar el estímulo monetario. Por lo tanto, la pregunta ahora es: ¿Qué rol jugará la política fiscal hacia delante tras las medidas impulsadas en 2020 debido al choque del COVID-19?

Renta fija gubernamental

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

El 2T21 resultó en una importante reversión de las presiones acumuladas para las tasas de los bonos soberanos a inicios de año, bajo un contexto de incertidumbre sobre la posible reacción de la política monetaria global ante presiones inflacionarias y un mayor ritmo de recuperación económica. En este contexto, la retórica *hawkish* tanto del Fed como Banxico resultaron en un aplanamiento de las curvas de rendimientos.

El mercado continuará atento a cualquier modificación del Fed en su comunicación que permita adelantarse a algún cambio de estrategia. En este sentido, el descuento del mercado mantiene la expectativa de un alza de 25pb entre el 4T22 y 1T23, con alta sensibilidad especialmente a las lecturas de inflación y empleo. De tal forma, consideramos que es probable que el aplanamiento se extienda modestamente. Ante nuestra visión sobre el Fed, las condiciones actuales y nuestro modelo de valuación de la nota del Tesoro Norteamericano de 10 años, estimamos un nuevo nivel de fin del 3T21 en 1.50% y para cierre de año en 1.75% (previo 2.15%).

En México, los inversionistas continuarán digiriendo la continuidad de las políticas económicas con base a los nombramientos recientes sobre los nuevos liderazgos en Banxico y SHCP. Asimismo, el foco de atención se centrará en algunos de los temas que enfatizaron las principales agencias calificadoras al ratificar a México con grado de inversión. Entre ellos, se encuentra la discusión en torno a la posible reforma fiscal, la estrategia de contener los niveles de endeudamiento y los desafíos para el crecimiento económico en el mediano plazo. Ante ello estimamos un cierre para el Bono M de 10 años en 6.95% para finales del 3T21 y 7.10% al cierre de año.

Banxico continuará en el foco de atención, después de la sorpresiva alza de su tasa el pasado 24 de junio. Con base en nuestra perspectiva de cuatro alzas de 25pb en cada una de las reuniones restantes de este 2021, así como un panorama complejo para la inflación, consideramos que existe mayor valor relativo en Udibonos de mediano plazo. Asimismo, esperamos un aplanamiento adicional de la curva. Finalmente, la inclusión de China al WGBI a partir del 29 de octubre continuará siendo un tema de gran atención ante los ajustes recientes en los portafolios de deuda global.

Pronósticos de tasas de interés
%

Instrumento	2017	2018	2019	2020	Pronósticos 2021				Pronósticos 2022			
					1T	2T	3T	4T	1T	2T	3T	4T
Tasa de referencia de Banxico												
Promedio	6.75	7.64	8.00	5.44	4.08	4.02	4.50	5.00	5.50	5.75	5.75	5.83
Fin de periodo	7.25	8.25	7.25	4.25	4.00	4.25	4.75	5.25	5.75	5.75	5.75	6.00
Cetes 28 días												
Promedio	6.70	7.64	7.87	5.33	4.13	4.08	4.50	4.47	5.50	5.75	5.75	5.83
Fin de periodo	7.26	8.06	7.13	4.25	4.09	4.29	4.75	5.25	5.75	5.75	5.75	6.00
TIIE 28 días												
Promedio	7.05	8.00	8.31	5.69	4.37	4.30	4.85	5.35	5.85	6.10	6.10	6.18
Fin de periodo	7.62	8.59	7.69	4.48	4.28	4.53	5.10	5.60	6.10	6.10	6.10	6.35
Bono México 10 años												
Promedio	7.15	7.93	7.61	6.25	6.18	6.75	6.97	7.03	7.15	7.33	7.48	7.55
Fin de periodo	7.64	8.63	6.85	5.54	6.81	6.99	6.95	7.10	7.20	7.45	7.50	7.60
Bono EE.UU. 10 años												
Promedio	2.33	2.91	2.14	0.88	1.33	1.58	1.48	1.63	1.83	1.93	2.03	2.20
Fin de periodo	2.41	2.71	1.92	0.91	1.74	1.47	1.50	1.75	1.90	1.95	2.10	2.30
Diferencial 10 años México vs. EE.UU.												
Promedio	482	502	547	534	485	517	549	540	533	540	545	535
Fin de periodo	523	592	493	463	507	552	545	535	530	550	540	530

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

Tipo de cambio

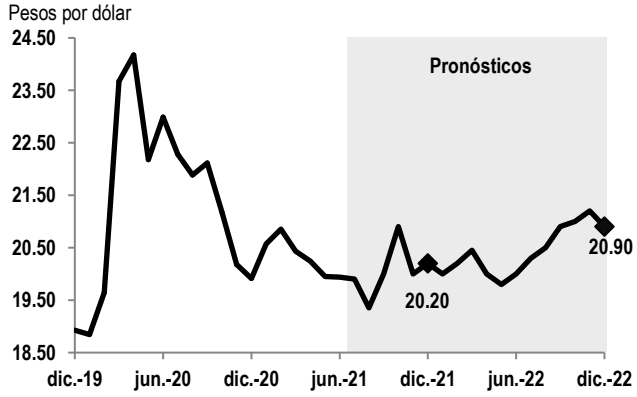
Santiago Leal
Subdirector Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio
santiago.leal@banorte.com

El peso mexicano se apreció 2.5% en el 2T21 finalizando en 19.94 por dólar, muy cercano a los niveles de cierre del año pasado. La divisa observó mayor volatilidad especialmente a mediados de mayo cuando alcanzó hasta 20.79 –empatando figuras de marzo– y dando prueba de la sensibilidad potencial que pudiera experimentar, junto a otros cruces emergentes, en la medida que el mercado asimile un tono más *hawkish* del Fed. Si bien el dólar norteamericano finalizó el trimestre con una depreciación de 0.9% en el DXY, rebotó desde mínimos de enero apoyado por diferenciales de tasas más atractivos contra otras monedas desarrolladas de fondeo.

Esperamos que, en la medida que el Fed mantenga una postura más *hawkish* tanto en el tono de las comunicaciones como en las acciones relativas con otros bancos centrales, el dólar conserve un sesgo de fortalecimiento. Creemos que este tema dominará la segunda mitad del 2021. En tanto, la creciente preocupación por nuevas cepas deteriorando el apetito por riesgo temporalmente sugiere una percepción de recuperación económica incluso más robusta relativo a meses previos para EE.UU. respecto a otras regiones y en particular contra Europa, limitando el espacio de apreciación en EUR. Por otro lado, el posicionamiento aún neto corto para el USD de acuerdo con las lecturas del IMM probablemente mantenga el sesgo reciente hacia mayores largos, con los inversionistas retirando sus apuestas de un dólar más débil, argumentando otro factor positivo para la divisa y considerando el peso de los largos que el mercado aún conserva, particularmente en el EUR.

Respecto al peso mexicano, hemos afinado nuestra trayectoria para este año ante el efecto favorable de mejores ganancias por acarreo considerando las 4 alzas de 25pb que esperamos para Banxico y el agresivo descuento que la curva de rendimientos integra para el siguiente año. Si bien la incertidumbre sobre el avance del virus se mantiene en medio de otros factores que pudieran detonar nuevos choques en los mercados, la volatilidad implícita se ha comprimido significativamente a lo largo de todo el universo de divisas, beneficiando aún más el atractivo por *carry* y resultando en un elemento que ayudaría al MXN a compensar en parte el fortalecimiento que esperamos para el USD. De este modo, esperamos que el peso incluso pudiera perforar temporalmente la fuerte resistencia de 19.50 por dólar, aunque con un espacio limitado de apreciación adicional con un piso en 19.35 en gran medida considerando una valuación encarecida en estas figuras conforme nuestro modelo de valor justo indica niveles de equilibrio en 20.50. En tanto, mantenemos nuestro estimado para fin de 2021 en 20.20 y proyectamos un cierre de 2022 en 20.90, con una trayectoria integrando presiones relacionadas con el proceso de normalización monetaria en EE.UU. Vemos apropiada compras de USD en bajas.

USD/MXN
Pesos por dólar



Fuente: Bloomberg, Banorte

Pronósticos USD/MXN
Pesos por dólar

Periodo	Fin de periodo	Estimado Previo	Estimado Nuevo	Promedio periodo
1T21	20.43			
2T21	19.94			
3T21		20.50	20.00	19.75
4T21		20.20	20.20	20.37
1T22			20.45	20.22
2T22			20.00	19.93
3T22			20.90	20.57
4T22			20.90	21.03

Fuente: Bloomberg, Banorte *Cifras subrayadas son pronósticos

Índices accionarios

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

Habiendo concluido la primera mitad del 2021, el apetito por riesgo continuó impulsando el desempeño de los índices accionarios a nivel global, con las bolsas estadounidenses inclusive alcanzando máximos históricos. Lo anterior ha sido resultado de la elevada liquidez proveniente de los distintos estímulos tanto fiscales como monetarios que han permanecido, en un contexto de reactivación económica sostenida, a pesar de ser desigual entre economías e industrias, y un proceso de vacunación que continúa avanzando aún ante nuevas variantes del virus. En los siguientes meses, la tendencia de recuperación comenzará a apuntalar de manera más sólida el crecimiento en utilidades, no sólo por bases de comparación sencillas, sino también como resultado de exitosas estrategias de adaptación al nuevo entorno. Mientras tanto, la preferencia por empresas de valor y hacia aquellos sectores que deberían verse beneficiados de un entorno favorable de precios de materias primas y materiales, ante el potencial despliegue del plan de infraestructura en EE.UU., continuará. No obstante, las presiones inflacionarias, y la incertidumbre en torno al inicio de la normalización de la política monetaria en EE.UU. partiendo de la disminución en la compra de activos (*tapering*), y mayores niveles en tasas de interés, serán los principales factores que podrían limitar el apetito por activos de riesgo, ocasionando cautela entre los inversionistas y periodos de volatilidad importantes.

Nivel de referencia S&P500. Las bolsas estadounidenses finalizaron el 1S21 con rendimientos acumulados de doble dígito, reflejando la sólida recuperación económica y de las utilidades, así como las favorables perspectivas de crecimiento para la segunda mitad del año. No obstante, esperamos mayor volatilidad al continuar la incertidumbre sobre el inicio del *tapering*. En nuestra opinión, la temporada de reportes confirmaría las perspectivas y respaldaría la valuación del S&P500, por lo que mantenemos nuestro índice de referencia en 4,450pts para el cierre de 2021.

Nivel de referencia IPC. En México, el entorno de reactivación, un atractivo nivel de valuación y un proceso electoral ordenado, impulsaron al IPC que acumuló un rendimiento en el 1S21 del 14.1%. Ahora, las expectativas para los resultados del 2T21 apuntalan a una recuperación sostenida y con mejores perspectivas para la segunda mitad del año. Así, considerando un múltiplo objetivo FV/EBITDA de 8.0x (consistente con el promedio del último año), subimos nuestro nivel de referencia en 2021 a 53,800 de 52,800 puntos previamente. Asumimos un crecimiento en el EBITDA de 12.9% a/a (vs 8.5% anterior) y de 2.9% a/a en la deuda neta (vs -2.5% previo). En nuestra opinión, una revaluación dependerá de que la recuperación continúe, no sin dejar de considerar un contexto de mayor inflación y alza en tasas, con inversionistas atentos a cambios en el frente fiscal, particularmente en torno a corporativos. El entorno seguirá favoreciendo emisoras como Alpek, Cemex, Gcc, Gmexico y Orbia; mientras otras como Asur, Gmxt, Lab, Liverpool, Nemak y Volar deberán de beneficiarse de la recuperación, destacando empresas de valor como Amx y Femsa.

Pronóstico del S&P 500 para 2021
Puntos

P/U fwd	S&P 500 (puntos)	Rendimiento Estimado (%)
25.0x	4,843	12.1
24.0x	4,649	7.6
23.0x	**4,455**	**3.1**
22.0x	4,261	-1.4
21.0x	4,068	-5.9

Fuente: Bloomberg, Banorte

Pronóstico del IPC para 2021
Puntos

FV/EBITDA	IPC (puntos)	Rendimiento Estimado (%)
8.5x	58,256	17.5
8.3x	56,046	13.1
8.0x	**53,836**	**8.6**
7.8x	51,626	4.1
7.5x	49,417	-0.3

Fuente: Bloomberg, Banorte

Commodities

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

En el 2T21, las materias primas extendieron las ganancias del trimestre previo, conservando el buen *momentum* en el sector de energía. Los índices GSCI y BCOM aumentaron 14.7% t/t y 13.3% t/t, respectivamente. Adicionalmente, los precios del crudo se recuperaron, regresando a niveles pre-pandemia e inclusive operando en máximos desde finales de 2018. En específico, el Brent cerró junio en 75.1 US$/bbl y el WTI en 73.5 US$/bbl, acumulando una ganancia semestral de 45% y 51%, respectivamente. Esta dinámica estuvo respaldada por la estrategia de retiro de producción de la OPEP+ y el mayor consumo físico ante la reapertura de la economía. En este sentido, la curva de futuros conserva una estructura de *backwardation* (precios *spot* mayor a futuros), señalando condiciones deficitarias hacia delante.

Para el 2S21 consideramos que los balances de oferta y demanda continuarán en déficit. Por un lado, creemos que si bien la OPEP+ eventualmente alcanzará un acuerdo para incrementar gradualmente la producción, las condiciones de retiro actual se combinarán con la baja sostenida en inventarios globales. Por otro lado, el progreso de recuperación económica respalda las expectativas de mayor demanda por crudo en la segunda mitad del año. Asimismo, asignamos una baja probabilidad a una guerra de precios que detone un incremento de oferta sustancial. En términos de demanda, la EIA espera un consumo promedio mensual en los últimos seis meses del año de 99.6 Mbbl/d; es decir, 4 Mbbl/d adicionales al promedio observado en el 1S21. Además, anticipa que en diciembre el consumo será de 101.4 Mbbl/d, resultando en un déficit de 1.4 Mbbl/d. En este contexto, esperamos precios para el Brent alcanzando 80 US$/bbl en lo que resta del año, con riesgos al alza. Para los combustibles, la EIA estima precios de gasolina a fin de año para el PADD 3 de 2.45 US$/gal (+30% a/a) y para el gas natural de 3.36 US$/MMBtu (+10% a/a), resultado del alza en los precios del crudo.

Los metales preciosos compensaron ligeramente las pérdidas observadas en el trimestre previo, mientras que los básicos extendieron las ganancias. En concreto, el oro ganó 3.7% t/t moderando el *rally* de mayo donde regresó a niveles de 1,900 US$/oz t para cerrar el mes en 1,770 US$/oz t. Esperamos una dinámica contenida para este metal con una operación oscilando en los 1,850 US$/oz t ante un tono *hawkish* de la Reserva Federal y un dólar fortaleciéndose. En tanto, el cobre alcanzó máximos desde 2011 en mayo estabilizando su operación en el PM de 100 días, aunque conservando un alza en el año de 21.8%. Conservamos una expectativa positiva para este último dirigida por el mayor dinamismo económico. Por último, el sector de agricultura repuntó con el maíz y el trigo ganando 23% t/t y 10% t/t, respectivamente. Para este sector, esperamos una dinámica más acotada considerando expectativas de menor demanda por parte de China y mejores condiciones climáticas en términos generales.

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

Producto	Unidad	Spot*	Desempeño (%)		Pronósticos del consenso					
			2019	2020	3T21	4T21	1T22	2T22	2021	2022
WTI	US$/bbl	73.22	34.46	-20.54	64.00	66.90	66.00	63.50	66.68	64.04
Brent	US$/bbl	74.34	22.68	-21.52	67.00	70.00	68.00	66.00	68.95	66.91
Gas Natural (H. Hub)	US$/MMBtu	3.69	-25.54	15.99	2.83	2.93	3.00	2.77	3.31	3.11
Gasolina (RBOB)	US$/gal	2.26	28.26	-17.05	1.97	1.91	1.97	2.02	1.96	1.99
Oro	US$/onza troy	1,803	18.31	25.12	1,825	1,800	1,738	1,725	1,779	1,731
Plata	US$/onza troy	25.93	15.21	47.89	25.00	24.88	23.30	22.80	25.49	24.00
Cobre	US$/tm	9,323	3.50	25.79	8,875	8,950	8,800	8,659	8,700	8,550
Maíz	US¢/bu	522	-0.97	5.91	590	558	535	518	571	505
Trigo	US¢/bu	619	1.63	9.32	650	640	670	660	654	600

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

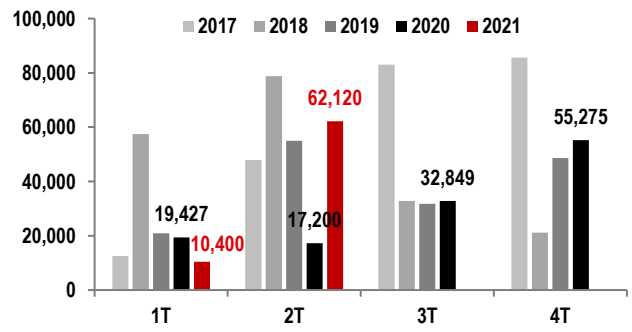
Deuda Corporativa

Hugo Gómez
Subdirector de Deuda Corporativa
hugoa.gomez@banorte.com

Durante el 1S21, el mercado de deuda corporativo mostró un gran dinamismo en colocaciones, con las subastas de 39 bonos de largo plazo por $72,520 millones (+98% a/a). La actividad se concentró principalmente en el segundo trimestre con el 86% de las emisiones ante la recuperación de la actividad económica, avances en el proceso de vacunación y con los participantes del mercado cubriendo sus necesidades de financiamiento previo a las elecciones intermedias, misma situación que ocurrió en la carrera presidencial de 2018. Adicionalmente, destacó la preferencia por bonos quirografarios. De los 39 bonos que se colocaron, 31 son quirografarios y representan el 91.1% del monto colocado. Algunos de los principales emisores con estas características son emisores recurrentes y bien conocidos por el mercado: CFE, FEFA y Grupo Elektra, entre otros. La inclinación de los inversionistas por tasas variables se explica por la expectativa de mayores tasas por parte de Banxico. El mercado de deuda corporativa se anticipó con una preferencia por bonos referenciados a TIIE-28 (64.3% colocado). En la misma línea, los tenedores de bonos prefirieron emisiones de alta calidad crediticia (‘AAA’- 67.6% / ‘AA+’ - 23.2%). Derivado de la concentración en quirografarios y alta calidad crediticia, las sobretasas de la muestra ‘AAA’ se han reducido con respecto al inicio de la pandemia, pero aún se encuentran ligeramente por arriba frente a 2019. En las muestras ‘AA+/AA’ aún se notan deterioros en la sobretasa derivado de las bajas de calificación y poca colocación con ese grado de inversión. Asimismo, se observó una concentración en la duración de los bonos en los plazos medianos –3 a 5 años– mostrando un apetito por menores plazos, reduciendo la media del mercado.

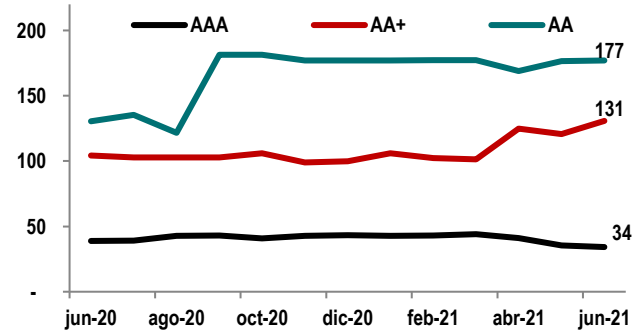
Durante el 3T21 esperamos pocas colocaciones ya que históricamente el trimestre ha mostrado menor actividad dado el periodo vacacional e inversionistas a la espera de resultados corporativos al 2T21 para tomar decisiones de inversión. No obstante, consideramos que la actividad en el mercado de deuda corporativa se reanudará en los siguientes meses al continuar la recuperación económica tanto en México como en EE.UU. Creemos que se mantendrá la tendencia de emisiones por parte de emisores conocidos con altas calificaciones crediticias y tasa flotante, con las sobretasas acercándose a niveles anteriores a la pandemia. De igual forma estimamos que el monto colocado para 2021 será superior a lo visto en 2020. Sin embargo, este quedará ligeramente por debajo de 2019. Desde nuestro punto de vista, los sectores que se mantienen con un mayor riesgo derivado de la pandemia son: consumo discrecional, aerolíneas, energía, microcrédito y bienes raíces.

Monto emitido de largo plazo – Corte trimestral
Millones de pesos



Fuente: Banorte con información de PIP

Evolución Spreads – TIIE 28 Quirografario
pb



Fuente: Banorte / BMV / PIP, al cierre de junio de 2021

Últimas notas relevantes

Economía de México

- *Minutas Banxico – Una Junta dividida sobre la mejor respuesta ante las presiones en precios*, 8 de julio de 2021, <pdf>
- *Inflación junio – Revisamos estimado de cierre de año de 5.5% a 6.1%, con 2022 en 4.0%*, 8 de julio de 2021, <pdf>
- *Banxico – Sorpresiva alza marca el inicio del ciclo restrictivo*, 24 de junio de 2021,<pdf>
- *S&P ratifica calificación de México en 'BBB' con perspectiva negativa*, 15 de junio de 2021, <pdf>
- *Importantes cambios de liderazgo en Banxico y SHCP*, 9 de junio de 2021, <pdf>
- *PIB 1T21 – Revisión al alza ante un mejor desempeño de la industria y servicios*, 26 de mayo de 2021, <pdf>
- *Fitch ratifica calificación de México por postura fiscal, aunque con algunos riesgos*, 17 de mayo de 2021, <pdf>
- *Moody's ratifica calificación de México ante buen manejo fiscal e impulso de EE.UU.*, 29 de abril de 2021,<pdf>
- *Pre-Criterios 2022 – Mayor expectativa de crecimiento mejoraría la postura fiscal*, 31 de marzo de 2021, <pdf>
- *Las autoridades financieras presentan programa de bancarización para remesas en efectivo*, 8 de febrero de 2021, <pdf>
- *El salario mínimo aumentará 15% en 2021*, 17 de diciembre de 2020, <pdf>

Economía de Estados Unidos

- *Minutas del FOMC – Tono menos hawkish de lo esperado*, 7 de julio de 2021, <pdf>
- *Buena creación de empleos en junio, a pesar del alza en la tasa de desempleo*, 2 de julio de 2021, <pdf>
- *Decisión del FOMC – Tono más hawkish, pero sin señales claras de cuando iniciará el tapering*, 16 de junio de 2021, <pdf>
- *PIB 1T21 Revisado – La economía creció 6.4%, sin cambios respecto a la cifra preliminar*, 27 de mayo de 2021, <pdf>
- *Históricas acciones en los primeros 100 días de Biden*, 30 de abril de 2021,<pdf>
- *Se aprueba un nuevo paquete de estímulo fiscal equivalente a 8.4% del PIB*, 10 de marzo de 2021, <pdf>
- *Se logró el Blue Wave tras la segunda vuelta en Georgia*, 6 de enero de 2021, <pdf>

Economía Global

- *El Copom continuará con el ciclo de alza en tasas hasta llegar al nivel neutral*, 16 de junio de 2021, <pdf>
- *ECB – Mantendrá el ritmo de compra de activos en 3T21 a un ritmo "significativamente mayor"*, 10 de junio de 2021, <pdf>
- *Perspectivas de la Economía Mundial del FMI – Fuerte recuperación, pero desigual*, 6 de abril 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*

- *OPEP+: Se mantienen los niveles de producción ante la falta de acuerdo*, 5 de julio de 2021, <pdf>
- *Calendario de emisiones 3T21: incrementos en Bonos M y Udibonos*, 25 de junio de 2021, <pdf>
- *Toma de utilidades a largos tácticos de corto plazo en el Bono M Mar'26*, 7 de junio de 2021, <pdf>
- *Comisión de Cambios: Renovación de financiamiento en USD*, 25 de mayo de 2021, <pdf>
- *Idea de inversión: Recomendamos largos tácticos de corto plazo en el Bono M Mar'26*, 14 de mayo de 2021, <pdf>
- *La SHCP emite nueva referencia de 20 años en la curva de UMS*, 8 de abril de 2021, <pdf>
- *Banxico extiende medidas de liquidez y crédito*, 25 de febrero de 2021, <pdf>

Mercado accionario

- *AEROPUERTOS (Junio): Continúa la tendencia favorable de crecimiento*, 7 de julio de 2021, <pdf>
- *Flash VOLAR: Se mantiene sólida tendencia de crecimiento de pasajeros en junio*, 6 de julio de 2021, <pdf>
- *TLEVISA, Resultados 2T21: Contenidos y Cable apoyan mayor rentabilidad*, 5 de julio de 2021, <pdf>
- *Flash OMA: Resultado de OPA por acciones de OMA*, 1 de julio de 2021, <pdf>
- *Flash: NEMAK: Finalmente propondrá fusión de Nemak y Controladora Nemak*, 29 de junio de 2021, <pdf>
- *Flash: CEMEX Day, sorprenden mejores perspectivas de crecimiento*, 24 de junio de 2021, <pdf>
- *Flash TLEVISA: Lanzará plataforma de streaming en español tras el cierre de la fusión Televisa-Univision*, 21 de junio de 2021, <pdf>
- *Flash FCFE: Distribución del 2T21 supera expectativas, yield de 2.7%*, 18 junio de 2021, <pdf>
- *Flash OMA: Se modifican términos de OPA*, 17 de junio de 2021, <pdf>
- *Flash ALPEK: Adquiere planta de reciclaje de CarbonLite*, 2 de junio de 2021, <pdf>
- *Flash PINFRA: Propone dividendo con buen rendimiento*, 7 de junio de 2021, <pdf>

- *Flash TERRA: Nuevo desarrollo y estrategia de crecimiento, con cambio en política de distribución*, 2 de junio de 2021, <pdf>
- *Flash Sector Aéreo: EE.UU. rebaja la calificación de seguridad de la aviación en México*, 25 de mayo de 2021, <pdf>
- *Flash IENOVA: Resultado de OPA por acciones de IENOVA*, 25 de mayo de 2021, <pdf>
- *Flash OMA: Consejo autoriza OPA para que Fintech aumente su participación en OMA*, 24 de mayo de 2021, <pdf>
- *Flash VOLAR: Mejoran perspectivas para el 2T21. Sube guía*, 20 de mayo de 2021, <pdf>
- *Flash CHDRAUI: La mayor adquisición en su historia presionaría la rentabilidad y el apalancamiento*, 13 de mayo de 2021, <pdf>
- *Flash AMX: Recibe resolución arbitral desfavorable en Colombia; pagaría multa de US$2.2 millones*, 10 de mayo de 2021, <pdf>
- *Resultados 1T21: Clara tendencia de recuperación, aunque sin ser homogénea, destacando la mayor rentabilidad*, 7 de mayo de 2021, <pdf>
- *Flash LIVEPOL: Transformándose para seguir creciendo en el largo plazo*, 29 de abril de 2021, <pdf>
- *Flash TLEVISA: Fusión con Univisión detona valor de Contenidos*, 13 de abril de 2021, <pdf>
- *Flash SPORTS: Firma posible fusión con Smart Fit México*, 13 de abril de 2021, <pdf>
- *Favoritas 2021: Favoreciendo recuperación y valuación*, 21 de enero de 2021, <pdf>

Deuda Corporativa

- *Lo Último en Deuda Corporativa: JUNIO 2021*, 8 de julio de 2021, <pdf>
- *Parámetro*, 5 de julio de 2021, <pdf>
- *En el Horno*, 5 de julio de 2021, <pdf>
- *Resultados: Operaciones de reporto de bonos corporativos*, 2 de julio de 2021, <pdf>
- *Sectorial arrendadoras y crédito automotriz 1T21*, 24 de junio de 2021, <pdf>
- *Evolución TFOVIS / FOVISCB: 1T21*, 13 de mayo de 2021, <pdf>
- *Pemex recibió un estímulo fiscal adicional por $73,280 millones*, 22 de febrero 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>
- *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
Largos tácticos en Bono M Mar'26	G	14-may.-21	7-jun.-21
Recibir TIIE-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 Bondes D	G	31-oct.-18	3-ene.-19
Invertir en Udibono Jun'22	P	7-ago.-18	31-oct.-18
Invertir en Bondes 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 Bondes D	G	15-ene.-18	12-mar.-18
Invertir en UMS (USD) de 10 años Nov'28	P	15-ene.-18	2-feb.-18

G = Ganancia, P = Pérdida

Registro histórico de recomendaciones direccionales de renta fija

Recomendación	Entrada	Objetivo	Stop-loss	Cierre	P/G	Apertura	Cierre
Invertir Udibono Dic'20	3.05%	2.90%	3.15%	3.15%	P	9-ago.-17	6-oct.-17
Steepener 5-10 años en TIIE-IRS	28pb	43pb	18pb	31pb	G[2]	15-feb.-17	15-mar.-17
Steepener 5-10 años en TIIE-IRS	35pb	50pb	25pb	47pb	G	5-oct.-16	19-oct.-16
Invertir Mbono Jun'21	5.60%	5.35%	5.80%	5.43%	G	13-jul.-16	16-ago.-16
Invertir Udibono Jun'19	1.95%	1.65%	2.10%	2.10%	P	13-jul.-16	16-ago.-16
Recibir TIIE-IRS 1 año (13x1)	3.92%	3.67%	4.10%	3.87%[1]	G	12-nov.-15	8-feb.-16
Largo dif TIIE-28 *vs* US Libor de 10 años	436pb	410pb	456pb	410pb	G	30-sep.-15	23-oct.-15
Recibir TIIE-IRS 9 meses (9x1)	3.85%	3.65%	4.00%	3.65%	G	3-sep.-15	18-sep.-15
Dif.TIIE-28 2/10 años (aplanamiento)	230pb	200pb	250pb	200pb	G	25-jun.-15	29-jul.-15
Invertir Mbono Dic'24	6.12%	5.89%	6.27%	5.83%	G	13-mar.-15	19-mar.-15
Recomendación de valor relativo - Bonos M 10 años (Dic'24) / aplanamiento curva					G	22-dic.-14	6-feb.-15
Pagar TIIE-IRS 3 meses (3x1)	3.24%	3.32%	3.20%	3.30%	G	29-ene.-15	29-ene.-15
Pagar TIIE-IRS 9 meses (9x1)	3.28%	3.38%	3.20%	3.38%	G	29-ene.-15	29-ene.-15
Pagar TIIE-IRS 5 años (65x1)	5.25%	5.39%	5.14%	5.14%	P	4-nov.-14	14-nov.-14
Invertir Udibono Dic'17	0.66%	0.45%	0.82%	0.82%	P	4-jul.-14	26-sep.-14
Recomendación de valor relativo - Bonos M de 5 a 10 años					G	5-may.-14	26-sep.-14
Recibir TIIE-IRS 2 años (26x1)	3.75%	3.55%	3.90%	3.90%	P	11-jul.-14	10-sep.-14
Recibir TIIE-IRS 1 año (13x1)	4.04%	3.85%	4.20%	3.85%	G	6-feb.-14	10-abr.-14
Invertir Udibono Jun'16	0.70%	0.45%	0.90%	0.90%	P	6-ene.-14	4-feb.-14
Invertir Mbono Jun'16	4.47%	3.90%	4.67%	4.06%	G	7-jun.-13	21-nov.-13
Recibir TIIE-IRS 6 meses (6x1)	3.83%	3.65%	4.00%	3.81%	G	10-oct.-13	25-oct.-13
Recibir TIIE-IRS 1 año (13x1)	3.85%	3.55%	4.00%	3.85%	S/C	10-oct.-13	25-oct.-13
Invertir Udibono Dic'17	1.13%	0.95%	1.28%	1.35%	P	9-ago.-13	10-sep.-13
Recibir TIIE-IRS 9 meses (9x1)	4.50%	4.32%	4.65%	4.31%	G	21-jun.-13	12-jul.-13
Diferencial TIIE-Libor 10 años	390pb	365pb	410pb	412pb	P	7-jun.-13	11-jun.-13
Recibir TIIE-IRS 1 año (13x1)	4.22%	4.00%	4.30%	4.30%	P	19-abr.-13	31-may.-13
Invertir Udibono Jun'22	1.40%	1.20%	1.55%	0.97%	G	15-mar.-13	3-may.-13
Recibir TIIE-IRS 1 año (13x1)	4.60%	4.45%	4.70%	4.45%	G	1-feb.-13	7-mar.-13
Invertir Mbono Nov'42	6.22%	5.97%	6.40%	5.89%	G	1-feb.-13	7-mar.-13
Invertir Udibono Dic'13	1.21%	0.80%	1.40%	1.40%	P	1-feb.-13	15-abr.-13
Recibir TIIE-IRS 1 año (13x1)	4.87%	4.70%	5.00%	4.69%	G	11-ene.-13	24-ene.-13
Recibir TIIE Pagar Mbono 10 años	46pb	35pb	54pb	54pb	P	19-oct.-12	8-mar.-13
Diferencial TIIE-Libor 10 años	410pb	385pb	430pb	342pb	G	21-sep.-13	8-mar.-13
Invertir Udibono Dic'12	+0.97%	-1.50%	+1.20%	-6.50%	G	1-may.-12	27-nov.-12
Invertir Udibono Dic'13	+1.06%	0.90%	+1.35%	0.90%	G	1-may.-12	14-dic.-12

1 Ganancias de *carry* y *roll-down* de 17pb

2. Cerrada en un nivel menor al objetivo y antes del plazo propuesto debido a condiciones de mercado que cambiaron relativo a nuestra perspectiva. G = Ganancia, P = Pérdida

Ideas de inversión tácticas de corto plazo

Recomendación	P/G*	Entrada	Salida	Apertura	Cierre
Largo USD/MXN	G	19.30	19.50	11-oct-19	20-nov-19
Largo USD/MXN	G	18.89	19.35	20-mar-19	27-mar-19
Largo USD/MXN	G	18.99	19.28	15-ene-19	11-feb-19
Largo USD/MXN	G	18.70	19.63	16-oct-18	03-ene-19
Corto USD/MXN	G	20.00	18.85	02-jul-18	24-jul-18
Largo USD/MXN	G	19.55	19.95	28-may-18	04-jun-18
Largo USD/MXN	G	18.70	19.40	23-abr--18	14-may-18
Largo USD/MXN	G	18.56	19.20	27-nov-17	13-dic-17
Largo USD/MXN	P	19.20	18.91	06-nov-17	17-nov-17
Largo USD/MXN	G	18.58	19.00	09-oct-17	23-oct-17
Corto USD/MXN	P	17.80	18.24	04-sep-17	25-sep-17
Largo USD/MXN	G	14.40	14.85	15-dic.-14	5-ene.-15
Largo USD/MXN	G	13.62	14.11	21-nov.-14	3-dic.-14
Corto EUR/MXN	G	17.20	17.03	27-ago.-14	4-sep.-14

Fuente: Banorte

Registro histórico de recomendaciones direccionales en el mercado cambiario*

Recomendación	Entrada	Objetivo	Stop-loss	Cierre	P/G*	Fecha apertura	Fecha Cierre
Direccional: Largo USD/MXN	18.57	19.50	18.20	18.20	P	19-ene-18	02-abr-18
Direccional: Largo USD/MXN	14.98	15.50	14.60	15.43	G	20-mar-15	20-abr-15
Direccional: Corto EUR/MXN	17.70	n.a.	n.a.	16.90	G	5-ene.-15	15-ene.-15
Direccional: Corto USD/MXN	13.21	n.a.	n.a.	13.64	P	10-sep.-14	26-sep.-14
USD/MXN call spread**	12.99	13.30	n.a.	13.02	P	6-may.-14	13-jun.-14
Corto direccional USD/MXN	13.00	12.70	13.25	13.28	P	31-oct.-13	8-nov.-13
Corto límite USD/MXN	13.25	12.90	13.46	--	--	11-oct.-13	17-oct.-13
Corto EUR/MXN	16.05	15.70	16.40	15.69	G	29-abr.-13	9-may.-13
Largo USD/MXN	12.60	12.90	12.40	12.40	P	11-mar.-13	13-mar.-13
Largo USD/MXN	12.60	12.90	12.40	12.85	G	11-ene.-13	27-feb.-13
Táctico corto límite en USD/MXN	12.90	12.75	13.05	--	--	10-dic.-12	17-dic.-12
Corto EUR/MXN	16.64	16.10	16.90	16.94	P	03-oct-12	30-oct-12

** Únicamente rendimiento de la posición en el spot (sin incluir carry)*

*** Strike bajo (long call) en 13.00, strike alto (short call) en 13.30. Costo de la prima de 0.718% del nocional*

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, 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 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 Godinez	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 Zaldívar	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
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	hugoa.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.ceballos@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
Osvaldo Brondo Menchaca	Director General Adjunto Bancas Especializadas	osvaldo.brondo@banorte.com	(55) 5004 - 1423
Raúl Alejandro Arauzo Romero	Director General Adjunto Banca Transaccional	alejandro.arauzo@banorte.com	(55) 5261 - 4910
René Gerardo Pimentel Ibarrola	Director General Adjunto Banca Corporativa e Instituciones Financieras	pimentelr@banorte.com	(55) 5004 - 1051
Ricardo Velázquez Rodríguez	Director General Adjunto Banca Internacional	rvelazquez@banorte.com	(55) 5004 - 5279
Víctor Antonio Roldan Ferrer	Director General Adjunto Banca Empresarial	victor.roldan.ferrer@banorte.com	(55) 1670 - 1899