

Perspectiva 4T21 – Vientos en contra para la recuperación y presiones inflacionarias

8 de octubre 2021

www.banorte.com
@analisis_fundam

Alejandro Padilla

Director General Adjunto
Análisis Económico y Financiero
alejandropadilla@banorte.com

Juan Carlos Alderete, CFA

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

Manuel Jiménez

Director
Estrategia de Mercados
manuel.jimenez@banorte.com

El último trimestre de 2021 ha iniciado con una mayor incertidumbre en torno al desempeño de la economía mundial, así como por las persistentes presiones inflacionarias. Esta situación ha incrementado el debate sobre los riesgos de ‘estanflación’ en el mundo, un término utilizado para describir una economía que muestra importantes aumentos en la inflación, un crecimiento estancado y tasas de desempleo elevadas. La recuperación en el mundo ha enfrentado importantes vientos en contra provenientes de repuntes en los casos de contagio en varias regiones, disrupciones de oferta (e.g. escasez de semiconductores) y desigualdad en la recuperación entre sectores. Por el lado de inflación, cada vez existen más dudas sobre la transitoriedad de las presiones observadas a lo largo del año, especialmente en un entorno caracterizado por un incremento significativo en los precios de las materias primas. La combinación de estos factores ha generado una mayor volatilidad y aversión al riesgo en los mercados financieros internacionales.

Aunado a esta situación, el resto del trimestre, el foco de atención se centrará en los desafíos que enfrentarán las políticas económicas a nivel global, con un especial énfasis en Estados Unidos. Por un lado, continuará el *impasse* legislativo en relación a importantes temas fiscales. Por el otro, se espera que el Banco de la Reserva Federal anuncie el inicio de la normalización de su programa de compra de activos –conocido como ‘tapering’– en su próxima reunión de política monetaria en noviembre. Para el resto de los países, tanto la política fiscal como monetaria estarán enfrentando un panorama que limite su margen de acción tras el fuerte estímulo implementado durante la fase inicial de la pandemia.

Asimismo, también habrá un especial interés por la compleja coyuntura en términos de riesgo de crédito en China. La difícil situación financiera de gigantes inmobiliarios como Evergrande y Fantasia han contribuido a una postura más cautelosa de los inversionistas y de quienes diseñan e implementan las políticas públicas en el mundo. El temor radica en la posibilidad de que estos problemas induzcan una desaceleración importante del crecimiento e inclusive pudieran resultar en un contagio financiero a otras latitudes, sobre todo en medio de agresivas medidas regulatorias por parte de Pekín.

En este contexto, la economía mexicana continuará enfrentando retos importantes en el proceso de recuperación, así como un panorama de inflación sumamente difícil. Derivado de este entorno, esperamos que Banxico continúe con el ciclo de alza de tasas, con posibles incrementos adicionales de 25pb en sus dos reuniones restantes del año. En la parte fiscal, estaremos atentos a la aprobación del *Paquete Económico 2022*.

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	19.6	7.0	3.9	-8.3	6.2	3.0
Inflación (% a/a)	4.7	5.9	6.0	6.6	3.2	6.6	4.0
USD/MXN	20.43	19.94	20.64	20.50	19.91	20.50	21.20
Tasa de referencia de Banxico (%)	4.00	4.25	4.75	5.25	4.25	5.25	6.00
TIIIE de 28 días (%)	4.28	4.53	4.75	5.60	4.48	5.60	6.35
IPC (puntos)	47,246	50,290	51,386	53,800	44,066	53,800	58,000

Fuente: Banorte

México

Recientemente actualizamos [nuestro estimado de inflación](#) para el cierre del año, ahora anticipando la inflación general en 6.6% a/a (previo: 6.1%) y la subyacente en 5.2% (previo: 4.7%). Esto obedece en parte a recientes sorpresas al alza en ambos índices, aunque también esperamos que la tasa anual aumente todavía más en el corto plazo derivado de: (1) Problemas más disruptivos y persistentes de lo anticipado en las cadenas de suministro; (2) el aumento más reciente en precios de insumos, en especial energéticos; y (3) un efecto de base más retador en ambos componentes hacia diciembre. En particular, anticipamos afectaciones importantes por el segundo punto a través de efectos directos e indirectos en precios, los cuales inclusive podrían extenderse hacia 2022. De esta manera, mantenemos nuestra perspectiva para el próximo año en +4.0% a/a tanto para el índice general como para la subyacente.

Francisco Flores

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

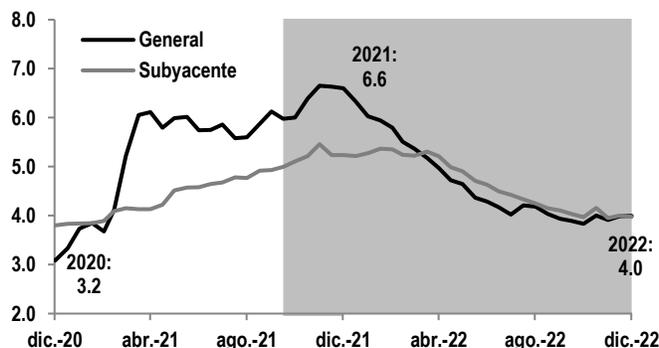
Esta situación fortalece nuestra visión en torno a Banxico, con nuestros estimados todavía más elevados que los de la institución. Además, el mercado ya está convencido de nuestro pronóstico de dos alzas de 25pb en lo que queda del año, llevando la tasa de referencia a 5.25%. Por su parte, continuamos viendo dos incrementos de la misma magnitud al inicio de 2022 y un tercero en diciembre, llevando la tasa a 6.00% inclusive con el próximo cambio de liderazgo en la Junta de Gobierno. Considerando el panorama inflacionario y la reciente volatilidad en los mercados, existen riesgos de un ritmo de restricción más acelerado, aunque por ahora permanecen acotados dados los últimos comentarios de algunos miembros del banco central.

En cuanto a la actividad, mantenemos nuestro estimado para el PIB de 2021 en 6.2% y en 3.0% para 2022. No obstante, los riesgos se están sesgando a la baja. Lo que más nos preocupa es el alza en precios y su efecto en el consumo, con los datos duros más recientes para agosto (e.g. [balanza comercial](#), [empleo](#)) e información más oportuna de septiembre (e.g. [PMIs del IMEF](#)) más débiles de lo esperado. Por el contrario, aún falta ver el vigor de la reanudación de la actividad tras la ‘tercera ola’ de COVID-19.

Estaremos pendientes al proceso de aprobación del [Paquete Económico 2022](#), con el 15 de noviembre como fecha límite. Resaltamos la *Ley de Ingresos* y miscelánea fiscal por el “régimen de confianza”, ajustes al IEPS y posibles cambios en incentivos a algunas industrias. En el gasto, atentos a los recursos para programas sociales e infraestructura. Además, podría formalizarse la designación de Arturo Herrera como próximo gobernador de Banxico. También seguiremos la discusión de la [iniciativa de reforma al sector eléctrico](#) y el ajuste al salario mínimo de 2022 a finales del año.

Trayectoria de inflación

% a/a, frecuencia quincenal



Fuente: INEGI, Banorte

Estimados del PIB: Demanda agregada

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

% a/a	1T21	2T21	3T21	4T21	2021	2022
PIB	-3.6	19.6	7.0	3.9	6.2	3.0
Consumo privado	-4.3	22.6	11.1	7.2	8.4	2.8
Inversión	-5.0	34.1	12.4	4.6	9.7	4.5
Gasto de gobierno	-0.7	3.9	-2.2	2.3	0.8	0.6
Exportaciones	-4.1	41.9	9.9	6.9	11.6	6.0
Importaciones	-1.1	35.1	22.3	11.5	15.6	6.2
% t/t						
PIB	1.1	1.5	0.8	0.5	--	--

Fuente: INEGI, Banorte

Estados Unidos

Llegamos al cuarto trimestre con un escenario más complejo de lo que esperábamos, con un crecimiento económico más lento de lo estimado y presiones inflacionarias más persistentes de lo que se pensaba. Estos retos se acentúan más ante la ausencia de estímulos fiscales adicionales y un estímulo monetario que empezará a retirarse.

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

El consumo seguirá avanzando por la recuperación del mercado laboral, aunque probablemente a un ritmo mucho más moderado. Desde hace algunos meses hemos visto una sustitución del gasto en bienes por servicios, principalmente por la reapertura de la economía. Si bien esperamos que esta dinámica se mantenga, en 4T21 ya no habrá impulso para el gasto de las familias, ya sea por las transferencias directas del gobierno o los programas de apoyo adicionales para el desempleo. En este contexto, después de que el consumo personal creció a tasas superiores a 11.0% t/t anualizado en la primera mitad del año, estimamos que el ritmo de avance será considerablemente más bajo (para detalles, ver tabla abajo). Con esto, ubicamos nuestra proyección para el PIB en 3.6% y 5.1% para el tercer y cuarto trimestres, respectivamente. Dado lo anterior, revisamos a la baja el estimado de todo el año desde 6.6% a 5.7%, mientras que ubicamos nuestra proyección para 2022 en 3.7%. En cuanto a la inflación, esperamos que se mantenga arriba del 5.0% lo que resta de 2021 y es probable que vuelva a tocar un nuevo máximo en los próximos meses ante el alza en energéticos, lo que más que contrarrestaría por la reciente fortaleza del dólar. A pesar de esto, mantenemos la proyección para todo 2021 en 4.4%. Sin embargo, para 2022 ajustamos ligeramente al alza nuestra estimación, de 2.9% a 3.1%, previendo un impacto más prolongado de los problemas en las cadenas de suministro, una reapertura inclusive más amplia y un crecimiento aún vigoroso.

Los últimos meses del año también serán clave para la política monetaria debido a que: (1) Esperamos el anuncio del *tapering* en la reunión del FOMC de noviembre, para iniciar en diciembre; y (2) en estos meses se definirá si se reelegirá a Powell para un segundo mandato a partir de febrero de 2022, lo que vemos altamente probable a pesar de las recientes complicaciones por críticas de la senadora Elizabeth Warren y de operaciones con valores de algunos miembros. En la agenda fiscal, el tema más delicado es el techo de endeudamiento. De no resolverse, inclusive podría darse un *default*, lo que desataría una crisis financiera global. Sin embargo, las presiones más inmediatas se han aplazado hasta diciembre tras un acuerdo esta semana en el Senado, dando tiempo para negociar una solución más duradera. Por último, todo parece que el presupuesto será más cercano a US\$2 billones en vez del ambicioso plan de gasto social de Biden por US\$3.5 billones, limitando en el margen el crecimiento de 2022.

Estimados Banorte sobre Estados Unidos

	1T21	2T21	3T21	4T21	2021*	2022*
PIB (% t/t anualizado)*	6.3	6.7	<u>3.6</u>	<u>5.1</u>	<u>5.7</u>	<u>3.7</u>
Consumo Privado	11.4	12.0	<u>2.0</u>	<u>4.9</u>	<u>8.0</u>	<u>3.5</u>
Inversión Fija	13.0	3.3	<u>8.2</u>	<u>6.6</u>	<u>9.2</u>	<u>7.5</u>
Exportaciones	-2.9	7.6	<u>5.7</u>	<u>7.4</u>	<u>5.1</u>	<u>5.8</u>
Importaciones	9.3	7.1	<u>6.6</u>	<u>7.4</u>	<u>13.6</u>	<u>5.8</u>
Inflación (% anual, promedio)	1.9	4.8	<u>5.3</u>	<u>5.5</u>	<u>4.4</u>	<u>3.1</u>
Tasa de desempleo (% fdp)	6.0	5.9	<u>5.0</u>	<u>4.8</u>	<u>4.8</u>	<u>4.1</u>
Creación de empleo (miles)	1,554	1,845	<u>1,838</u>	<u>2,500</u>	<u>7,737</u>	<u>5,000</u>

* 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

El mundo está enfrentando nuevos obstáculos para la recuperación, con revisiones a la baja en estimados de crecimiento de varias regiones desde 4T21 y hasta 2022. Para los países emergentes el enfoque se ha centrado en China, con temores al menos en dos frentes: (1) La crisis energética; y (2) una mayor inestabilidad financiera. En su última actualización de septiembre, la OCDE esperaba un crecimiento global en 2022 de 4.5%, mientras que la proyección del FMI en julio fue de 4.9%. Esperamos que empiecen a hacerse ajustes a la baja en el corto plazo, probablemente –pero no exclusivamente– concentradas en China (ver gráfica derecha) y la región asiática.

Sobre el primer punto, las reservas de carbón del país son peligrosamente bajas, en una economía global de por sí ya golpeada por las disrupciones debido a la pandemia. Los problemas comenzaron a finales de agosto cuando los cortes de energía empezaron a afectar al menos a 20 provincias, obligando a muchas a interrumpir la producción –al menos durante horas– de productos como aluminio, acero, cemento y fertilizantes. Además, millones de hogares en el noreste del país han sufrido apagones. Se estima que las autoridades en China tardarán varios meses en controlar y nivelar la producción de energía ante una creciente demanda, sobre todo con la llegada del invierno. Como muestra de la alta interdependencia global, estos desbalances explican en buena parte los aumentos récord en precios del gas natural y la electricidad, entre otros, generando a su vez un complejo entorno de presiones inflacionarias y escasez de estos insumos en la Unión Europea y Reino Unido. Esto ha multiplicado los riesgos a la baja para el crecimiento mundial y resultado en mayores voces de alerta e interés sobre un posible inicio de un periodo de ‘estanflación’ (segunda gráfica, derecha).

Respecto al segundo, las autoridades del país han seguido una política de medidas regulatorias más agresivas en varios sectores. Entre ellas, los controles al crédito, objetivos ambientales y nuevas restricciones en el sector tecnológico probablemente tendrán el mayor impacto en el crecimiento. En específico, las primeras empeoraron las dificultades financieras del gigante inmobiliario Evergrande. La preocupación sobre un posible contagio e impacto en las condiciones financieras se exacerbó tras la falta de pago de un bono en dólares del desarrollador Fantasia. En este contexto, varios analistas han reducido las proyecciones de crecimiento para el país asiático e incluso algunos anticipan una contracción trimestral al cierre del año. Si bien la región más afectada parece que será Asia, es muy probable que los efectos se resientan también en otros mercados emergentes. Entre ellos están los exportadores de *commodities* inclusive ante el repunte en precios, como es el caso de Brasil. El país latinoamericano enfrenta de por sí un entorno complejo de fuertes presiones en precios, menor margen para continuar con las medidas de estímulo fiscal y un entorno político complicado.

Todo lo anterior está poniendo al mundo en un entorno mucho más complejo, inclusive sin considerar nuevas ‘olas’ o variantes del COVID-19. Los problemas en las cadenas de suministros, el alza en los costos de energía y alimentos están causando fuertes presiones en precios, dificultando a los bancos centrales proveer más estímulos. En este sentido, el debate sobre la ‘transitoriedad’ de la inflación probablemente irá en aumento. Por último, esto se da en un entorno en el cual la posibilidad de otorgar estímulos fiscales se ha reducido tras la fuerte alza del endeudamiento por las medidas extraordinarias del año pasado para enfrentar la crisis sanitaria, por lo que los grados de libertad para otorgar mayor soporte al crecimiento son mucho más limitados.

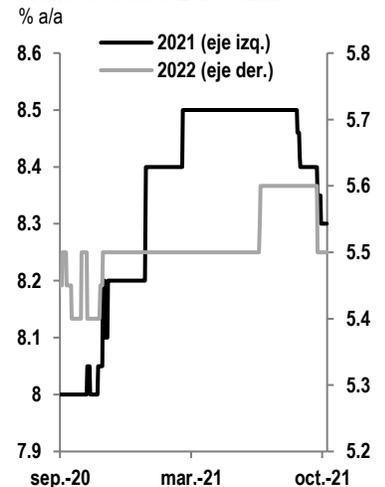
Katia Goya

Subdirector
Economía Internacional
katia.goya@banorte.com

Luis Leopoldo López

Analista
Economía Internacional
luis.lopez.salinas@banorte.com

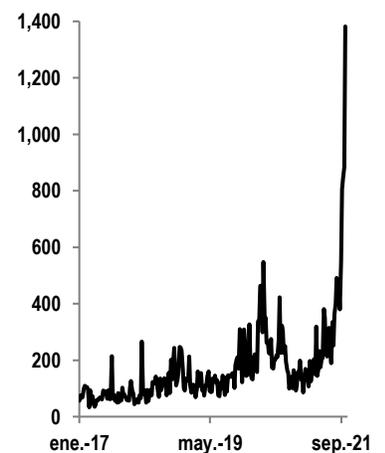
Pronóstico del PIB de China



Fuente: Banorte con datos de Bloomberg

Historias con la palabra 'estanflación'

Total de historias, frecuencia semanal



Fuente: Banorte con datos de Bloomberg

Renta fija gubernamental

Al inicio del 3T21, los *Treasuries* extendieron el desempeño positivo del trimestre previo impulsando a la nota de 10 años a niveles de hasta 1.13% en julio; sin embargo, bajo un movimiento similar en tasas globales, en septiembre la curva marcó un fuerte empinamiento llevando a esta referencia a un cierre en 1.49%. Esta situación tuvo lugar bajo cuellos de botella que no han cedido y con ello el cuestionamiento sobre la transitoriedad de la inflación global, sumándose a un sesgo más *hawkish* del Fed.

Hacia fin de año esperamos que las tasas extiendan esta dinámica de presiones considerando la postura monetaria del Fed, aunque reconocemos riesgos latentes para la recuperación económica, que junto a un frágil apetito por riesgo pudieran limitar un mayor avance especialmente para las tasas de mayor plazo. Por ahora, con el mercado ampliamente esperando el anuncio del *tapering* en noviembre, la curva conserva la expectativa de la primera alza de 25pb entre el 4T22 y el 1T23. En este contexto, mantenemos un cierre de 2021 para la nota de 10 años en 1.75% y para 2022 de 2.30%.

Pasando al mercado local, los diferenciales entre Bonos M y *Treasuries* se han ampliado marcadamente, con la operación actual superando la métrica de 2σ relativo a la media de 12 meses, impulsados por las presiones en la curva norteamericana. En nuestra opinión, las tasas mexicanas continuarán sensibles a los movimientos de sus pares en EE.UU., aunque pensamos que ya han incorporado gran parte de las presiones que podríamos observar, principalmente al considerar los elevados niveles que se observan en los diferenciales mencionados. Estos capturan, entre otros factores, mayor estrés financiero e incertidumbre económica. En este sentido, esperamos que la prima de riesgo local comience a normalizarse hacia niveles de equilibrio abriendo la puerta para iniciar posiciones largas en Bonos M de mayor duración. En específico, para el Bono M de 10 años ahora esperamos niveles de 7.40% para el cierre de 2021 y de 7.80% para 2022. Respecto a tasas de corto plazo, esperamos que los Cetes y los Bonos M extiendan las presiones a medida que Banxico conserve un tono *hawkish*, con el mercado incorporando alzas implícitas de 59pb para fin de año, aunque vemos excesivos los 173pb acumulados al 1S22 que incorpora la curva al considerar nuestro estimado en 6.00% para fin de 2022. En Udibonos, aún vemos valor especialmente en la parte media, reconociendo una valuación elevada en general para *breakevens*.

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	4.39	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	4.45	5.05	5.55	5.83	5.85	5.93	
Fin de periodo	7.26	8.06	7.13	4.25	4.09	4.29	4.72	5.30	5.80	5.85	5.85	6.10	
TIIIE 28 días													
Promedio	7.05	8.00	8.31	5.69	4.37	4.30	4.64	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	4.75	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	7.00	7.38	7.45	7.58	7.60	7.75	
Fin de periodo	7.64	8.63	6.85	5.54	6.81	6.99	7.36	7.40	7.50	7.65	7.70	7.80	
Bono EE.UU. 10 años													
Promedio	2.33	2.91	2.14	0.88	1.33	1.58	1.32	1.62	1.83	1.93	2.00	2.20	
Fin de periodo	2.41	2.71	1.92	0.91	1.74	1.47	1.49	1.75	1.90	1.95	2.10	2.30	
Diferencial 10 años México vs. EE.UU.													
Promedio	482	502	547	534	485	517	568	576	563	565	560	555	
Fin de periodo	523	592	493	463	507	552	587	565	560	570	560	550	

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

Leslie Orozco

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

Santiago Leal

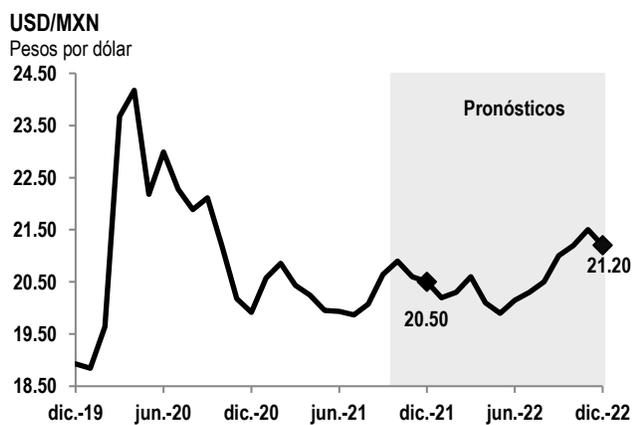
Subdirector Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio
santiago.leal@banorte.com

Tipo de cambio

El dólar concluyó el 3T21 con una apreciación de 2.0% en el DXY, alcanzando su nivel más fuerte en el año, alineándose a nuestra expectativa de apoyo estructural para la divisa a través de la posición monetaria relativa de EE.UU., conforme el mercado ha comenzado a asimilar que el Fed tomará un sesgo más restrictivo. Con ello, tanto las divisas desarrolladas como emergentes registraron pérdidas relevantes, donde el peso mexicano finalizó con una depreciación de 3.4% t/t a 20.64 por dólar. Por buena parte del trimestre la divisa operó lateral e incluso registró rangos semanales atípicamente estrechos, en línea con una mayor compresión en la volatilidad implícita y un desempeño similar de esta última respecto al universo amplio de divisas.

Esperamos que el dólar extienda el fortalecimiento hacia finales de este año, y se mantenga en esta dirección al menos hasta la primera mitad del 2022. Como factores de apoyo destacamos: (1) La normalización del Fed y su efecto en la curva de rendimientos, que por lo pronto no ha integrado ajustes en los instrumentos de menor plazo, cuya relación es aún más fuerte para ciclos de un dólar apreciándose; (2) una recuperación más acelerada en EE.UU. vs otras regiones desarrolladas; y (3) el posicionamiento del USD que, si bien de acuerdo con el IMM ya retiró por completo las apuestas cortas y actualmente observa netos largos máximos desde marzo, refleja un amplio espacio para agregar nuevos largos a costa de ajustes principalmente en EUR. Sobre esta última, reconocemos que podría observar cierta recuperación en los siguientes meses, aunque acotado a EUR/USD 1.19 para fin de 2022, en gran medida por el desfase que persistirá entre el ECB y el Fed, incluso concediendo que el ECB pudiera requerir algún tipo de ajuste para respaldar a la región por la crisis energética.

En esta coyuntura, esperamos que el peso mexicano observe una operación dominada ampliamente por factores globales, por lo que ajustamos al alza nuestro estimado de USD/MXN 20.20 a 20.50 para fin de año, esperando un trimestre más volátil, similar a la dinámica reciente. Conforme la volatilidad modere, el atractivo por *carry* del MXN nuevamente constituirá un factor de apoyo positivo. Sin embargo, la posición de Banxico el siguiente año podría desfasarse respecto a otros bancos centrales emergentes, resultando en una posición más atractiva para otras divisas al considerar su tasa de interés implícita. En 2022, esperamos una trayectoria para el MXN que retome niveles de 21.00 por dólar, impulsado por la expectativa más *hawkish* para el Fed, finalizando el año en 21.20. El perfil fiscal de México podría ser un factor de diferenciación, aunque tenemos reserva sobre el ajuste neto de los flujos, dado el reacomodo global que ya fue evidenciado en el *tapering* de 2013.



Pronósticos USD/MXN

Pesos por dólar

Periodo	Fin de periodo	Pronóstico previo	Pronóstico nuevo	Promedio periodo
1T21	20.43			
2T21	19.94			
3T21	20.64			
4T21		20.20	<u>20.50</u>	<u>20.67</u>
1T22		20.45	<u>20.60</u>	<u>20.37</u>
2T22		20.00	<u>20.15</u>	<u>20.05</u>
3T22		20.90	<u>21.00</u>	<u>20.60</u>
4T22		20.90	<u>21.20</u>	<u>21.30</u>

Fuente: Bloomberg, Banorte *Cifras subrayadas son pronósticos

Índices accionarios

Tras un 2020 afectado por la pandemia, el 2021 ha sido de franca recuperación sustentada en la elevada liquidez proveniente de los estímulos sin precedentes y la reactivación de actividades que ha resultado en una importante recuperación en las utilidades de las empresas, incluso superando estimaciones. Lo anterior se ha visto reflejado en el apetito por riesgo de los inversionistas y por ende en los mercados accionarios, cuyo desempeño promedio en dólares en lo que va del año ha sido de ~4.7%, con EE.UU. y México inclusive alcanzando máximos históricos entre agosto y septiembre, aun cuando este último resultó ser el de peor rendimiento para un noveno mes del año en la última década. Esto se deriva de los riesgos que se han conjuntado recientemente y que perfilan mayor cautela entre los participantes para el 4T21. La esperada reducción de estímulos y [el inicio del tapering por parte del Fed](#), las preocupaciones de que las [presiones inflacionarias](#) no sean tan transitorias, al añadir el alza en los energéticos y disrupciones en la oferta en varias regiones, importantes cuellos de botella en cadenas de suministro, [la crisis de deuda del gigante inmobiliario chino Evergrande Group](#) y temas regulatorios que continúan en el país asiático, han generado temores sobre la desaceleración en el ritmo de recuperación, y periodos de volatilidad en las bolsas. Todo lo anterior de cara a un 2022 en donde la expectativa de normalización de la política monetaria en EE.UU. y [alza en tasas](#) mantendrá un apetito por riesgo más controlado, con inversionistas posiblemente destinando parte de sus recursos hoy en *equity* hacia otros activos.

Marissa Garza

Director

Análisis Bursátil

marissa.garza@banorte.com

Nivel de referencia S&P500. Conforme las utilidades regresen hacia niveles pre-pandemia, los parámetros de valuación deberían acercarse gradualmente hacia sus promedios históricos. Para 2022, el consenso de mercado estima un crecimiento de 9.5%e en utilidades vs 44.8%e en 2021. Con un múltiplo P/U de 20.5x (consistente con el promedio de los U3A), establecemos un nivel de referencia de 4,950pts.

Nivel de referencia IPC. En México, el IPC ha acumulado un rendimiento en 9M21 de 16.6% nominal y 12.9% en dólares, con un máximo en 53,305pts alcanzado el 31 de agosto. Ahora, las expectativas para los resultados del 3T21 y 4T21 apuntalan una [recuperación sostenida](#), pero con [cierta desaceleración](#) secuencial ante comparativos más naturales. Con ello, reafirmamos nuestro nivel de referencia 2021 en 53,800pts, que implica un múltiplo FV/EBITDA de 7.8x (consistente con el promedio U3A), y que asume un crecimiento en el EBITDA de 16.4% a/a y de 2.3% a/a en la deuda neta. Para 2022, creemos que los riesgos comentados limitarían una revaluación, por lo que, al considerar un múltiplo similar, un crecimiento esperado en EBITDA de 5.4% a/a y un nivel de deuda neta casi sin cambios (+0.3%a/a), establecemos un nivel de referencia 2022 en 58,000pts. En el 4T21 el entorno seguiría favoreciendo emisoras como [Alpek](#) y [Orbia](#); otras como [Alsea](#), [Asur](#), [Liverpool](#), y [Volar](#) seguirán en franca recuperación, y destacarían empresas de valor como [Amx](#) y [Femsa](#); mientras [Cemex](#) y [Gmexico](#) mantienen una valuación muy atractiva.

Pronóstico del S&P 500 para 2022

Puntos		
P/U fwd	S&P 500 (puntos)	Rendimiento Estimado (%)
21.5x	5,199	18.2
21.0x	5,078	15.4
20.5x	4,957	12.7
20.0x	4,836	9.9
19.5x	4,715	7.2

Fuente: Bloomberg, Banorte

Pronóstico del IPC para 2022

Puntos		
FV/EBITDA	IPC (puntos)	Rendimiento Estimado (%)
8.2x	61,867	21.6
8.0x	59,948	17.8
7.8x	58,029	14.1
7.6x	56,110	10.3
7.4x	54,191	6.5

Fuente: Bloomberg, Banorte

Commodities

En el 3T21 las materias primas extendieron las ganancias del semestre previo con la dinámica positiva del sector de energía compensando las caídas en los metales preciosos. Los índices GSCI y BCOM ganaron 4.1% t/t y 6.6% t/t, respectivamente.

Durante el 3T21 los energéticos reflejaron una mayor volatilidad con el crudo inicialmente asimilando la preocupación del impacto de los contagios en la recuperación de la demanda. De esta forma el Brent y el WTI operaron en mínimos de 3 meses en agosto de 64.9 y 63.7 US\$/bbl, respectivamente. Conforme avanzó el trimestre, se observó una recuperación con el Brent cerrando septiembre en máximos desde octubre de 2018 en 78.5 US\$/bbl y el WTI en 75.0 US\$/bbl, ambos acumulando una ganancia de 55% en el año. Esta situación ha sido el resultado de un mercado con niveles bajos de inventarios físicos y que aún muestra balances de oferta deficitarios a pesar de la [estrategia vigente de la OPEP+](#) sobre incrementar la producción mensualmente en 400 Kbb/d. En nuestra opinión, el contexto deficitario prevalecerá en el resto del año y hacia el 1T22, situación que también se ha visto reflejada en una curva de futuros que conserva una estructura en *backwardation*. Por el lado de la oferta, la [OPEP+ continuará con los incrementos en su producción hasta septiembre de 2022](#) de manera que diluirá completamente los montos vigentes del recorte colectivo; sin embargo, pensamos que este esfuerzo no será suficiente para equilibrar el mercado conforme, por el lado de la demanda, las expectativas de consumo se mantienen favorables. En este sentido, inicia el periodo de mayor demanda por el invierno, mientras la EIA hacia finales de 2022 estima un consumo global de 102.9 Mbb/d. Estos ya son niveles pre-pandemia y aún inciden en un déficit de 0.3 Mbb/d. Bajo esta coyuntura, vemos riesgos al alza en los precios por lo que ahora esperamos niveles para el [Brent en un rango de 85 y 90 US\\$/bbl en 4T21](#). Para otros combustibles, la EIA estima precios de gasolina a fin de año para el PADD 3 de 2.49 US\$/gal (+32% a/a) y para el gas natural de 4.26 US\$/MMBtu (+58% a/a), con este último impactado por los recientes ajustes al alza impulsados por la apremiante situación en Europa.

Los metales preciosos registraron pérdidas, mientras que los básicos hilaron seis trimestres de ganancias. El oro cayó 0.8% t/t a 1,756 US\$/oz t impactado por el tono *hawkish* del Fed, en una escena que esperamos continúe, este metal podría perforar a la baja los 1,700 US\$/oz t. En industriales, el cobre limitó las ganancias de trimestres previos, aunque aún opera cerca de máximos históricos. Mantenemos la expectativa de que el desempeño del cobre dependerá de la recuperación económica. Finalmente, en el sector de agricultura, la dinámica fue mixta donde el maíz perdió 25% t/t y el trigo avanzó 8% t/t. Para este sector, esperamos un desempeño más acotado considerando expectativas de menor demanda en China y mayores inventarios.

Desempeño de precios y estimados del consenso de mercado para commodities

Producto	Unidad	Spot*	Desempeño (%)		Pronósticos del consenso					
			2019	2020	4T21	1T22	2T22	3T22	2021	2022
WTI	US\$/bbl	79.70	34.46	-20.54	70.75	68.00	66.00	66.50	68.16	73.37
Brent	US\$/bbl	83.15	22.68	-21.52	72.50	70.00	70.00	69.00	72.52	76.34
Gas Natural (H. Hub)	US\$/MMBtu	5.61	-25.54	15.99	4.00	4.00	3.45	3.35	4.17	4.24
Gasolina (RBOB)	US\$/gal	2.36	28.26	-17.05	2.16	2.22	2.34	2.30	2.10	2.26
Oro	US\$/onza troy	1,773	18.31	25.12	1,775	1,750	1,725	1,713	1,780	1,719
Plata	US\$/onza troy	23.05	15.21	47.89	24.38	24.00	23.35	23.65	25.15	22.87
Cobre	US\$/tm	9,351	3.50	25.79	9,390	9,200	9,200	9,229	9,183	9,246
Maíz	US¢/bu	536	-0.97	5.91	550	535	520	500	570	505
Trigo	US¢/bu	744	1.63	9.32	670	665	660	650	671	630

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

Deuda Corporativa

En los primeros nueve meses de 2021, el mercado de deuda corporativa mostró buena actividad con colocaciones por \$95,291 millones (37.3% a/a). La actividad se concentró principalmente en el 2T21 (65%). Sin embargo, durante el 3T21 se observó un menor dinamismo debido al periodo vacacional e inversionistas a la espera de resultados corporativos para tomar decisiones de inversión.

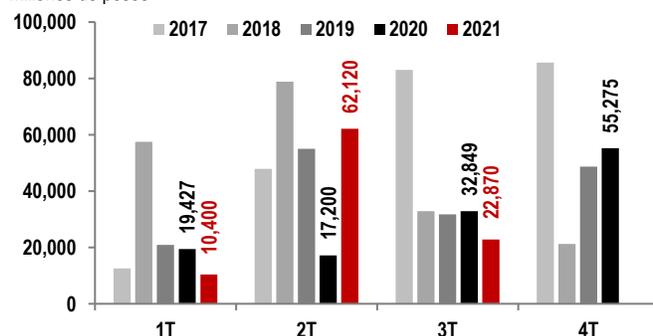
Hugo Gómez
Subdirector
Deuda Corporativa
hugoa.gomez@banorte.com

La preferencia de los inversionistas por bonos quirografarios durante 2021 es notoria, con una participación del 92.9%. En la misma línea, los tenedores de bonos prefirieron emisiones de alta calidad crediticia ('AAA' - 69.5% / 'AA+' - 17.6%) y referenciados a tasa variable (60.3%). La inclinación de los inversionistas por tasas variables se explica por el inicio del ciclo de alza por parte de Banxico. La concentración en bonos quirografarios con alta calidad crediticia en combinación con una limitada oferta de emisiones en el 3T21 y la elevada liquidez –sobre todo de inversionistas institucionales– provocó una reducción de 13pb y 44pb en las sobretasas de las muestras 'AAA/AA', respectivamente, en comparación con el inicio de la pandemia. Asimismo, se observó una concentración en la duración de los bonos en los plazos de 3 a 5 años mostrando un mayor apetito estos plazos.

En 4T21 esperamos que la actividad en el mercado de deuda corporativa se reanudará al continuar la recuperación económica tanto en México como en EE.UU. En este contexto, esperamos un aumento en subastas por parte de emisores recurrentes, concentrándose en la muestra de altas calificaciones crediticias y tasa flotante. Sin embargo, también comenzamos a observar en el *pipeline* una mayor diversificación en estructura, referencia de tasas, plazos y niveles de calificación, con lo que esperaríamos que las sobretasas se acercan a niveles anteriores a la pandemia y papeles con mayor duración a las registradas en los primeros 9 meses de 2021. De igual forma estimamos que el monto colocado en 2021 (aprox. \$135 a \$140 mil millones) será superior a lo visto en 2020 (\$124 mil millones). Sin embargo, todavía no se alcanzarán los niveles de 2019 (\$156 mil millones). Para 2022, considerando un entorno con mayores tasas, mayor apetito de bonos mostrado por los inversionistas para los próximos meses y los vencimientos para todo el año, estimamos un monto de colocación cercano a los \$165-\$170 mil millones. Desde nuestro punto de vista, los sectores que se mantienen con un mayor riesgo derivado de los rezagos de la pandemia son: consumo discrecional, aerolíneas, energía, microcrédito y bienes raíces.

Monto emitido de largo plazo – Corte trimestral

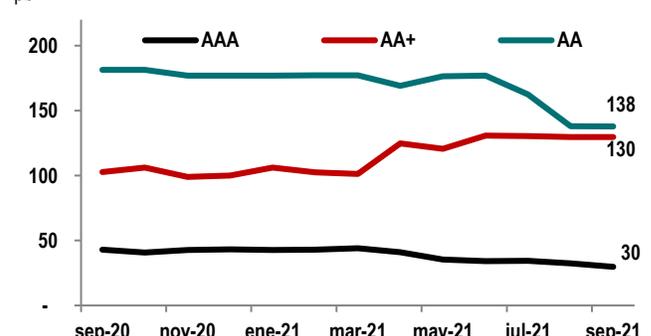
Millones de pesos



Fuente: Banorte con información de PIP

Evolución Spreads – TIIIE 28 Quirografario

pb



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

Últimas notas relevantes

Economía de México

- *Inflación septiembre – Ajustamos cierre de año a 6.6% ante presiones más persistentes*, 7 de octubre de 2021, [<pdf>](#)
- *Iniciativa de reforma al sector eléctrico – Mayores facultades a la CFE*, 4 de octubre de 2021, [<pdf>](#)
- *Banxico – Tono más hawkish alude a que continuará el ciclo alcista*, 30 de septiembre de 2021, [<pdf>](#)
- *Paquete Económico 2022 – Realista a pesar de optimismo en el panorama para el PIB*, 8 de septiembre de 2021, [<pdf>](#)
- *PIB 2T21 – Revisión a la baja ante posible impacto del COVID-19 al final del periodo*, 25 de agosto de 2021, [<pdf>](#)
- *Banxico – Cambios en la estrategia de comunicación buscan brindar mayor claridad*, 5 de agosto de 2021, [<pdf>](#)
- *S&P ratifica calificación de México en ‘BBB’ con perspectiva negativa*, 15 de junio 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>](#)
- *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>](#)
- *El gobierno presenta nuevo plan de inversión con el sector privado por \$228,632 millones*, 30 de noviembre de 2020, [<pdf>](#)

Economía de Estados Unidos

- *ISM manufacturero – Acelera su ritmo de avance en septiembre apoyado por el empleo*, 1 de octubre de 2021, [<pdf>](#)
- *Decisión del FOMC – El tapering se anunciará en noviembre, para iniciar en diciembre*, 22 de septiembre de 2021, [<pdf>](#)
- *Precios al consumidor – Avanzan menos de lo esperado en agosto, pero hay presiones*, 14 de septiembre de 2021, [<pdf>](#)
- *Jackson Hole – El tapering iniciará este año, pero sin claras señales sobre el momento preciso*, 27 de agosto de 2021, [<pdf>](#)
- *PIB 2T21 Revisado – La economía creció 6.6%, ligeramente por arriba de la cifra preliminar*, 26 de agosto de 2021, [<pdf>](#)
- *Minutas del FOMC – El anuncio del tapering está cerca, pero no será en Jackson Hole*, 18 de agosto 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

- *Brasil – El Copom mantiene el ritmo de alza en tasas y un tono muy hawkish*, 22 de septiembre de 2021, [<pdf>](#)
- *ECB – Recalibración del estímulo de emergencia, pero no tapering*, 9 de septiembre de 2021, [<pdf>](#)
- *Nueva estrategia del ECB – Más clara y poco más dovish, pero sin fuertes implicaciones inmediatas*, 14 de julio 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>](#)

Renta fija, tipo de cambio y commodities

- *OPEP+: Mantiene sin cambios su estrategia de incrementar la producción*, 4 de octubre de 2021, [<pdf>](#)
- *Calendario de emisiones 4T21: ajustes mixtos ante un cierre de año retador*, 28 de septiembre de 2021, [<pdf>](#)
- *Nuevos Bonos de Desarrollo referenciados a la TIEE de Fondeo, Bondes F*, 18 de agosto 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

- *Flash CEMEX Day II, confirma perspectiva positiva a pesar de los retos*, 7 de octubre de 2021, [<pdf>](#)
- *Flash ALFA: Sigma venderá sus plantas en Bélgica y Países Bajos*, 7 de octubre de 2021, [<pdf>](#)
- *AEROPUERTOS (Septiembre): Regresa el avance frente a niveles pre-pandemia*, 6 de octubre de 2021, [<pdf>](#)
- *Flash AMX: Día con Inversionistas, consolidando la estrategia hacia el 5G con un sólido balance*, 5 de octubre de 2021, [<pdf>](#)
- *Flash ALSEA: Ante la recuperación, aumenta su participación en Europa*, 1 de octubre de 2021, [<pdf>](#)
- *Flash AMX: Creará nuevo operador integrado en Chile a través de una alianza con LLA*, 29 de septiembre de 2021, [<pdf>](#)
- *Flash FCFE: Distribución del 3T21 con atractivo rendimiento de 3.3%*, 21 de septiembre de 2021, [<pdf>](#)
- *Flash KOF: Crece distribución de cerveza en Brasil*, 17 de septiembre de 2021, [<pdf>](#)
- *Flash AMX: Acuerda la venta de Claro Panamá*, 15 de septiembre de 2021, [<pdf>](#)
- *Flash TLEVISA : Venta de OCESA sigue adelante*, 13 de septiembre de 2021, [<pdf>](#)
- *Flash AMX: Propondrá escisión de activos en Asamblea*, 10 de septiembre de 2021, [<pdf>](#)
- *Flash FEMSA: Continúa expandiendo la presencia del negocio de distribución en EE.UU.*, 8 de septiembre de 2021, [<pdf>](#)

- *Flash LAB: Finalmente podrá arrancar la planta de OTC*, 7 de septiembre de 2021, [<pdf>](#)
- *Flash VOLAR: Sigue superando niveles pre-pandemia en agosto*, 7 de septiembre de 2021, [<pdf>](#)
- *Entorno Bursátil: VOLAR A se perfila a regresar al IPC*, 3 de septiembre de 2021, [<pdf>](#)
- *Flash FEMSA: Expande el negocio de distribución especializada en EE.UU.*, 31 de agosto de 2021, [<pdf>](#)
- *Flash NEMAK: Culmina la fusión de NMK y NEMAK*, 26 de agosto de 2021, [<pdf>](#)
- *Flash KOF: Amplía portafolio de marcas de cerveza en Brasil*, 11 de agosto de 2021, [<pdf>](#)
- *Flash AMX: IFT otorga libertad tarifaria en banda ancha en 52 municipios*, 9 de agosto de 2021, [<pdf>](#)
- *RESULTADOS 2T21: Importante recuperación, con un interesante abaratamiento en los parámetros de valuación*, 4 de agosto de 2021, [<pdf>](#)
- *Flash GAP: Propondrá reducción de capital, 3.4% rendimiento*, 2 de agosto de 2021, [<pdf>](#)
- *Flash FIBRAPL: Expande portafolio con adquisición en Monterrey*, 27 de julio de 2021, [<pdf>](#)
- *Flash NEMAK: Ante un sólido 1S21, mejora guía*, 20 de julio de 2021, [<pdf>](#)
- *Flash FIBRAPL: Continúa crecimiento inorgánico, esta vez en Ciudad Juárez*, 20 de julio 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 ALPEK: Adquiere planta de reciclaje de CarbonLite*, 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>](#)

Deuda Corporativa

- *Lo Último en Deuda Corporativa: SEPTIEMBRE 2021*, 6 de octubre de 2021, [<pdf>](#)
- *Parámetro*, 4 de octubre de 2021, [<pdf>](#)
- *En el Horno*, 4 de octubre de 2021, [<pdf>](#)
- *Sectorial arrendadoras y crédito automotriz 2T21*, 8 de septiembre de 2021, [<pdf>](#)
- *Evolución TFOVIS/FOVISCB 2T21*, 24 de agosto de 2021, [<pdf>](#)
- *PEMEX – Recuperación impulsa los resultados trimestrales*, 28 de julio de 2021, [<pdf>](#)
- *Moody's redujo calificaciones de PEMEX y mantiene perspectiva en Negativa*, 28 de julio de 2021, [<pdf>](#)
- *Evolución CEDEVIS: 4T20*, 9 de marzo 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>](#)

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 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, 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, Alik Daniel García Álvarez, Víctor Hugo Cortes Castro, Hugo Armando Gómez Solís, Miguel Alejandro Calvo Domínguez, Luis Leopoldo López Salinas, Leslie Thalía Orozco Vélez, Gerardo Daniel Valle Trujillo 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 MANTENER VENTA	Quando el rendimiento esperado de la acción sea mayor al rendimiento estimado del IPC.
	Quando el rendimiento esperado de la acción sea similar al rendimiento estimado del IPC.
	Quando 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 Financiero			
Alejandro Padilla Santana	Director General Adjunto de Análisis Económico y Financiero	alejandro.padilla@banorte.com	(55) 1103 - 4043
Raquel Vázquez Godínez	Asistente DGAE	raquel.vazquez@banorte.com	(55) 1670 - 2967
Itzel Martínez Rojas	Analista	itzel.martinez.rojas@banorte.com	(55) 1670 - 2251
Lourdes Calvo Fernández	Analista (Edición)	lourdes.calvo@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2611
Análisis Económico			
Juan Carlos Alderete Macal, CFA	Director Análisis Económico	juan.alderete.macal@banorte.com	(55) 1103 - 4046
Francisco José Flores Serrano	Subdirector Economía Nacional	francisco.flores.serrano@banorte.com	(55) 1670 - 2957
Katía Celina Goya Ostos	Subdirector Economía Internacional	katia.goya@banorte.com	(55) 1670 - 1821
Luis Leopoldo López Salinas	Analista Economía Internacional	luis.lopez.salinas@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2707
Estrategia de Mercados			
Manuel Jiménez Zaldivar	Director Estrategia de Mercados	manuel.jimenez@banorte.com	(55) 5268 - 1671
Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio			
Santiago Leal Singer	Subdirector Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	santiago.leal@banorte.com	(55) 1670 - 2144
Leslie Thalía Orozco Vélez	Gerente Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	leslie.orozco.velez@banorte.com	(55) 5268 - 1698
Análisis Bursátil			
Marissa Garza Ostos	Director Análisis Bursátil	marissa.garza@banorte.com	(55) 1670 - 1719
José Itzamna Espitia Hernández	Subdirector Análisis Bursátil	jose.espitia@banorte.com	(55) 1670 - 2249
Alik Daniel García Álvarez	Subdirector Análisis Bursátil	alik.garcia.alvarez@banorte.com	(55) 1670 - 2250
Víctor Hugo Cortes Castro	Subdirector Análisis Técnico	victorh.cortes@banorte.com	(55) 1670 - 1800
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
Osvaldo Brondo Menchaca	Director General Adjunto Bancas Especializadas	osvaldo.brondo@banorte.com	(55) 5004 - 1423
Raúl Alejandro Arauzo Romero	Director General Adjunto Banca Transaccional	alejandro.arauzo@banorte.com	(55) 5261 - 4910
René Gerardo Pimentel Ibarrola	Director General Adjunto Banca Corporativa e Instituciones Financieras	pimentelr@banorte.com	(55) 5004 - 1051
Ricardo Velázquez Rodríguez	Director General Adjunto Banca Internacional	rvelazquez@banorte.com	(55) 5004 - 5279
Víctor Antonio Roldan Ferrer	Director General Adjunto Banca Empresarial	victor.rolan.ferrer@banorte.com	(55) 1670 - 1899