

Perspectiva Trimestral 2T22

Mercados inciertos ante conflicto bélico y riesgos de
estanflación

5 de abril de 2022



www.banorte.com



[@analisis_fundam](https://twitter.com/analisis_fundam)

Perspectiva 2T22 – Mercados inciertos ante conflicto bélico y riesgos de estanflación

El año ha sido muy complejo para inversionistas y otros tomadores de decisiones en pleno proceso de recuperación de la crisis del 2020 en varias regiones. A dos años del inicio de la pandemia, el mundo continúa enfrentando importantes afectaciones por el Coronavirus, poniendo a varios países al borde del riesgo de estanflación (i.e. combinación de bajo crecimiento, elevado desempleo y alta inflación). La cadena de proveeduría global continúa fuertemente distorsionada, ocasionando escasez en varias materias primas, bienes intermedios y productos finales (e.g. el caso de los semiconductores). Esta situación podría tardar al menos seis meses más en comenzar a normalizarse. Asimismo, la recuperación desigual entre oferta y demanda de bienes en el mundo continúa presionando los precios de materias primas, a su vez afectando significativamente la estructura de costos de las empresas y que finalmente han trasladado a los consumidores. Esto explica porque se mantiene la persistencia de las presiones inflacionarias en prácticamente todo el mundo.

A este desafiante escenario debemos agregar dos factores. El primero es el conflicto bélico que inició en Ucrania el 24 de febrero con la invasión de Rusia. Esto ha ocasionado alzas adicionales en los precios de materias primas y mayor volatilidad en los mercados internacionales. Además, constituye un importante viento en contra para la recuperación de la región y el resto del mundo. El segundo es el apretamiento de condiciones monetarias en el mundo. En el 2021, varios bancos centrales de economías emergentes comenzaron a retirar el fuerte estímulo que tuvo lugar al inicio de la pandemia. En este 2022 se han unido economías avanzadas como EE.UU., con el Fed iniciando el ciclo de alzas de la tasa de interés el pasado 16 de marzo. Ahora el mundo comienza a replantear estrategias ante la posibilidad de que el Fed pueda ser más agresivo con el ciclo de restricción en los próximos meses.

En México, estas condiciones globales también han influido en la economía y los mercados. La proximidad con EE.UU. y un marco macroeconómico estable podrían ayudar al país a ser más resiliente que otras economías latinoamericanas y pares emergentes. También será importante la agenda legislativa (especialmente la discusión sobre la reforma eléctrica), así como las elecciones locales del 5 de junio.



Alejandro Padilla
Director General Adjunto de
Análisis Económico y Financiero
alejandro.padilla@banorte.com



Juan Carlos Alderete, CFA
Director Ejecutivo de Análisis
Económico y Estrategia Financiera
de Mercados
juan.alderete.magal@banorte.com



Alejandro Cervantes
Director Ejecutivo de Análisis
Cuantitativo
alejandro.cervantes@banorte.com



Manuel Jiménez
Director de Estrategia de
Mercados
manuel.jimenez@banorte.com

Ganadores del premio a los mejores
pronosticadores económicos de México en
2021, otorgado por Refinitiv



**STARMINE AWARDS
FOR REUTERS POLLS
FROM REFINITIV**

Documento destinado al público en general

Pronósticos de las principales variables macroeconómicas y financieras en México

Fin de periodo

	1T22	2T22	3T22	4T22	2020	2021	2022	2023
PIB (% a/a)	<u>1.9</u>	<u>1.1</u>	<u>2.3</u>	<u>3.1</u>	-8.2	4.8	<u>2.1</u>	<u>2.0</u>
Inflación (% a/a)	<u>7.4</u>	<u>7.2</u>	<u>7.2</u>	<u>6.7</u>	3.2	7.4	<u>6.7</u>	<u>3.9</u>
USD/MXN	19.87	<u>21.25</u>	<u>21.00</u>	<u>21.30</u>	19.91	20.53	<u>21.30</u>	<u>20.70</u>
Tasa de referencia de Banxico (%)	6.50	<u>7.25</u>	<u>7.75</u>	<u>8.25</u>	4.25	5.50	<u>8.25</u>	<u>9.25</u>
TIE de 28 días (%)	6.72	<u>7.60</u>	<u>8.10</u>	<u>8.60</u>	4.48	5.72	<u>8.60</u>	<u>9.60</u>
IPC (puntos)	56,537	--	--	<u>58,000</u>	44,066	53,272	<u>58,000</u>	<u>61,200</u>

Fuente: Banorte. Los datos subrayados se refieren a nuestros pronósticos

México

Los datos hasta ahora apuntan a que el inicio del año ha sido de mayor dinamismo al anticipado, con un menor impacto de Ómicron y cierta resiliencia en la industria y los servicios. Por lo tanto, ahora vemos una actividad más fuerte en el 1T22, anticipando +1.1% t/t en el PIB del periodo. A pesar de esto, los riesgos en el mediano plazo han aumentado, particularmente hacia el segundo trimestre, considerando: (1) La persistencia de las presiones inflacionarias; (2) nuevas olas de contagio en China que han detonado nuevos confinamientos y probablemente impactarán a la industria, sobre todo a las manufacturas y la construcción; y (3) políticas fiscales y monetarias menos acomodaticias. El sector externo seguirá liderando la recuperación –impulsando a las exportaciones e importaciones–. Sin embargo, en el margen serían más moderadas. Del lado de la demanda, anticipamos mayor impulso del consumo privado –con fundamentales más sólidos– y que persista la atonía de la inversión, manteniéndose rezagada y debajo de su nivel pre-pandemia. Lo primero se vería sobre todo en servicios, con una mejoría más fuerte por la evolución del virus que se ha reflejado en mayor movilidad y una reactivación de ciertas actividades en este segmento. Tras un buen primer trimestre, creemos que la economía ganará dinamismo de manera gradual en la segunda mitad (ver tabla abajo, izquierda). Considerando todo esto, ahora anticipamos una expansión del PIB de 2.1% este año (previo: 2.4%).

En inflación, [recientemente subimos nuestro estimado de fin de año a 6.7%](#) (gráfica abajo, derecha). Nuestros pronósticos reflejan los choques en energéticos por el conflicto en Ucrania, así como una mayor persistencia al alza en el componente subyacente. Ligado a esto y ante una mayor volatilidad, pensamos que [Banxico continuará con el ciclo restrictivo](#), anticipando que el siguiente movimiento sea un alza de 50pb en mayo y con la tasa de referencia cerrando diciembre en 8.25%. Inclusive bajo este escenario, los riesgos permanecen sesgados a un mayor aumento en caso de nuevos choques inflacionarios y/o un Fed más agresivo.

Por último, destacan tres eventos políticos en los próximos meses: (1) La consulta sobre la revocación de mandato el 10 de abril; (2) la discusión de la reforma eléctrica en el pleno de la Cámara de Diputados la próxima semana; y (3) elecciones locales el 5 de junio. En esta última se elegirán gobernadores en seis estados (Ags., Dgo., Hgo., Oax, Q. Roo y Tamps.), entre otros puestos locales.

Estimados del PIB: Demanda agregada

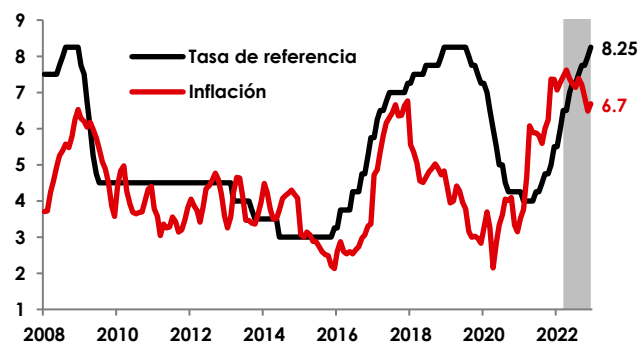
% a/a cifras originales; % t/t cifras ajustadas por estacionalidad

% a/a	1T22	2T22	3T22	4T22	2022
PIB	1.9	1.1	2.3	3.1	2.1
Consumo privado	4.5	3.7	4.6	4.1	4.2
Inversión	3.5	1.7	2.1	1.8	2.3
Gasto de gobierno	2.4	0.8	1.1	0.4	1.2
Exportaciones	5.4	4.8	5.9	5.1	5.3
Importaciones	5.7	3.1	5.4	8.8	5.8
% t/t					
PIB	1.1	0.4	0.7	0.9	--

Fuente: INEGI, Banorte

Inflación y tasa de referencia

% a/a; %



Fuente: INEGI, Banxico, Banorte



Francisco Flores

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



Yazmín Pérez

Subdirector
Economía Nacional
yazmin.perez.enriquez@banorte.com

Estados Unidos

La economía sorprendió al alza en los primeros meses del año a pesar del repunte en los contagios debido a la variante Ómicron, a lo que se sumó la fuerte tendencia a la baja en infecciones hacia el cierre del trimestre. Lo cierto es que la población ha regresado a una relativa “normalidad” de la mano de la eliminación de gran parte de las restricciones a la movilidad. Sin embargo, el panorama se ha nublado ante la invasión de Rusia a Ucrania y las sanciones que se han implementado al primero. En este contexto, estimamos que el PIB en el 1T22 habría crecido 2.1% t/t anualizado, con el consumo moderándose a 2.5% desde 3.1% el trimestre previo.

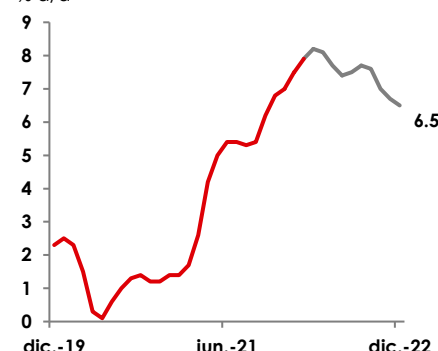
Para el 2T22 anticipamos una aceleración marginal a 2.4%, menor a nuestro estimado previo de 3.0%. El consumo sería robusto en 2.6%, con ganancias salariales y laborales compensando por las presiones inflacionarias. Nuestro escenario base no incorpora una recesión este año, pero los riesgos de una mayor desaceleración se han profundizado. Entre los vientos en contra sobresalen el impacto del conflicto entre Rusia y Ucrania –incluido en la inflación–, un menor impulso fiscal, el deterioro en la confianza de los consumidores y un ciclo de alza en tasas más agresivo del Fed. Por lo tanto, revisamos nuestro pronóstico del PIB de todo el año de 3.5% a 3.4%. En este contexto, esperamos que la inflación se mantenga muy alta, especialmente en la primera mitad. Esto se debe a: (1) Mayores precios de energéticos; (2) distorsiones en las cadenas de suministro que se han exacerbado por el conflicto bélico; y (3) nuevas restricciones en China para hacer frente al repunte en el número de contagios. Considerando esto, la inflación promedio se ubicaría arriba del 7.5% en 2T22, igual que en el primer trimestre. Hacia la segunda mitad vemos una tendencia a la baja muy gradual para cerrar el año en 6.5%, muy por arriba del objetivo del Fed.

Por lo tanto, el banco central ha empezado a responder. Todas las señales apuntan a un ciclo alcista más agresivo. Tras el ajuste a nuestros estimados de inflación, los últimos comentarios de Powell y de otros miembros del Fed, esperamos un alza de 50pb en la *Fed funds* en la reunión del 4 de mayo. No descartamos otro aumento de la misma magnitud en junio, aunque por ahora vemos solo +25pb para llevar el rango de la tasa a 1.00%-1.25% al final del primer semestre. Para la segunda mitad anticipamos cuatro alzas más de 25pb cada una. Así, el rango se ubicaría en 2.00%-2.25% en diciembre, con riesgos al alza y llevando la postura a terreno neutral.



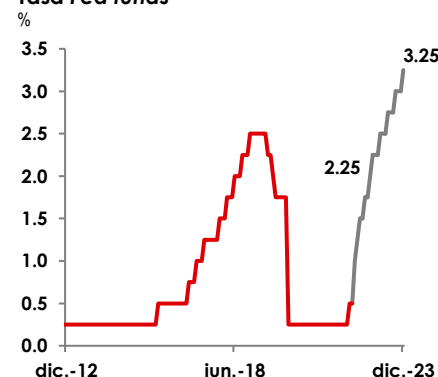
Katia Goya
Director
Economía Internacional
katia.goya@banorte.com

Banorte: Pronóstico de inflación*
% a/a



* Nota: Las cifras de marzo 2022 a diciembre 2022 corresponden a los estimados de Banorte
Fuente: Banorte con datos de Bloomberg

Tasa Fed funds*
%



* Nota: Las alzas estimadas para 2022 y 2023 corresponden a los pronósticos de Banorte
Fuente: Banorte con datos de Bloomberg

Estimados Banorte sobre Estados Unidos

	2021	1T22	2T22	3T22	4T22*	2022*
PIB (% t/t anualizado)*	5.7	2.1	2.4	2.3	2.3	3.4
Consumo Privado	7.9	2.5	2.6	2.6	2.4	3.0
Inversión Fija	7.8	3.4	3.6	4.1	4.1	2.9
Exportaciones	4.5	6.1	5.3	6.1	4.9	7.3
Importaciones	14.0	6.1	4.5	5.9	4.9	6.0
Inflación (% anual, promedio)	4.7	7.8	7.7	7.6	6.7	7.5
Tasa de desempleo (% fdp)	3.9	3.6	3.6	3.6	3.5	3.5
Creación de empleo (miles)	6,743	1,685	1,500	1,200	1,000	5,385

* En el PIB, todas las tasas son t/t anualizadas excepto para todo 2021 y 2022, donde se refieren a la tasa anual.
Fdp: fin de periodo. Fuente: Banorte

Global

Tras dos años de pandemia, la luz al final del túnel parecía brillar con una nueva variante que ha mostrado ser mucho menos severa a pesar de ser más contagiosa. Esto abre la posibilidad de que el COVID-19 sea una enfermedad endémica con riesgos reducidos. Sin embargo, un fuerte repunte en los contagios en China y Europa hacia finales del trimestre ha generado renovados temores de nuevas olas de contagios en otras regiones e inclusive de nuevas mutaciones. En China se han reforzado de manera importante las restricciones a la movilidad, lo que podría exacerbar de nuevo los cuellos de botella. A esto se ha sumado el conflicto bélico entre Rusia y Ucrania, lo que significa un nuevo choque de incertidumbre para el entorno global y ha llevado a un repunte sustancial de la volatilidad en los mercados.

El efecto inmediato del conflicto fue el alza en precios de energéticos ya que Rusia es uno de los principales productores de crudo y gas a nivel global. El impacto más fuerte probablemente será en Europa ya que un tercio del gas natural que consume es provisto por este país. Al mismo tiempo, otros *commodities* –una serie de granos y metales industriales– e inclusive insumos clave, como los fertilizantes, han registrado fuertes alzas en sus costos. En este escenario, es probable que la inflación de marzo toque nuevos máximos en varias regiones.

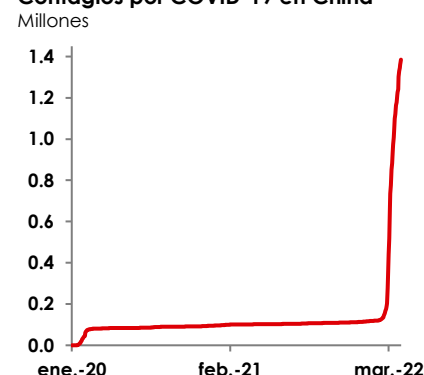
A pesar de que el efecto sobre la inflación es claro, todavía hay muchas dudas sobre sus implicaciones para la actividad global. Las sanciones que se han impuesto a Rusia se han ido extendiendo y sin duda afectarán al comercio. Entre ellas destaca la imposición de restricciones a las importaciones de bienes rusos, las prohibiciones para operar en el sistema financiero global y la decisión de EE.UU. –y otros países– de cambiar las condiciones de las relaciones comerciales con Rusia, permitiendo ahora imponer aranceles a las importaciones desde dicho país. A pesar de algunas medidas paliativas (e.g. liberación de reservas estratégicas de crudo por EE.UU. y acuerdos para el suministro de gas, entre otros) la escasez de productos afectará a varias regiones. A lo anterior se suma que muchas empresas han eliminado sus operaciones en Rusia, impactando sus resultados financieros.

Esta situación ha vuelto a poner en los reflectores la posibilidad de una 'estanflación' en varios países. Menor crecimiento, mayor inflación y apretamiento monetario y mayores niveles de endeudamiento inclusive podrían llevar a una temida recesión global a pesar de que la economía aún se recupera de la fuerte contracción por la pandemia. Esta última posibilidad depende en parte de la severidad y longitud del conflicto bélico. Desafortunadamente, por más que las negociaciones continúen entre Ucrania y Rusia y que hemos tenido algunas señales de avances, hasta ahora no parecen estar tan cerca de un acuerdo. Por lo tanto, creemos que todavía se extenderá al menos unos meses más. Por último, EE.UU. y la OTAN se han negado a intervenir militarmente, buscando evitar una escalada del conflicto. Sin embargo, la moneda está en el aire. Biden ha advertido que EE.UU. reaccionará si Rusia usa armas químicas y que las represalias dependerán de la naturaleza del uso de ese tipo de armamento. A pesar de los crecientes riesgos, nuestro escenario base no contempla una recesión global, al menos por ahora.



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

Contagios por COVID-19 en China



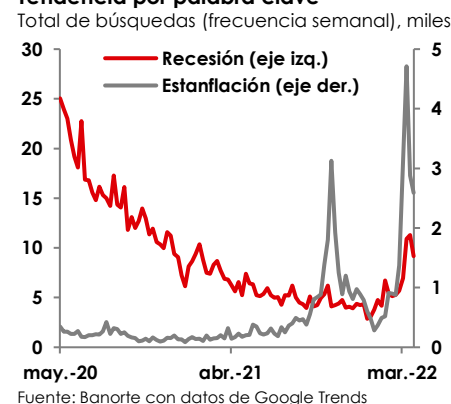
Fuente: Banorte con datos de Bloomberg

Precio del petróleo (Brent)



Fuente: Banorte con datos de Bloomberg

Tendencia por palabra clave



Fuente: Banorte con datos de Google Trends

Renta fija gubernamental

Fuertes presiones en tasas durante 1T22. La curva de Bonos M cerró el trimestre con un fuerte sesgo de aplanamiento. La parte corta y media se presionaron +110pb, mientras que el extremo largo ajustó +47pb. En este mismo sentido, los *Treasuries* registraron su peor trimestre en la historia, con la nota de 2 años cerrando cerca de máximos de 30 meses en 2.33% (+160pb) e incluso cotizando temporalmente por arriba de la referencia de 10 años, que finalizó en 2.34% (+83pb).



Leslie Orozco
Subdirector
Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio
leslie.orocho.velez@banorte.com

Mayor valor en la parte media de bonos M. Vemos espacio de presiones adicionales en tasas de corto plazo conforme los swaps de TIE-28 podrían incorporar una postura aún más restrictiva de Banxico a la ya descontado, en *tándem* con el Fed, en un entorno de riesgos al alza para la inflación. En este sentido, seguimos a favor de posiciones pagadoras en el extremo corto de la curva de TIE-IRS considerando nuestra expectativa para Banxico de alzas acumuladas para fin de 2023 de +275pb vs el descuento del mercado de poco más de +225pb. A inicios de mes [tomamos utilidades en la recomendación de pagar TIE-IRS de 2 años](#) abierta el 4 de febrero. En retrospectiva, fue una ganancia atractiva a pesar de que fuimos prematuros. Sin embargo, seguimos a favor de pagar esta sección de la curva. Para tasas de mediana duración destaca el Bono M Mar'26 con una valuación atractiva tras el mayor ajuste acumulado en este segmento. En menor medida, también el Bono Mar'27. En términos relativos, el *belly* de la curva nominal luce más atractivo vs. el extremo largo ante la alta probabilidad de que las presiones inflacionarias de corto plazo continúen invirtiendo la curva de EE.UU. y, por lo tanto, la de México. El diferencial 2/5 en Bonos M aún se mantiene positivo (+9pb); sin embargo, esta métrica alcanzó hasta -54pb en julio de 2019, justo un mes antes de que Banxico iniciara el relajamiento tras el ciclo restrictivo que concluyó en 2018. En mayores plazos, vemos valor en los nodos Nov'42 y Nov'47, considerando nuestro análisis del rendimiento ajustado por duración y niveles cercanos a $+2\sigma$ de su PM de 90 días. Sin embargo, la volatilidad y mayor duración respecto al *belly* reducen su atractivo direccional. Esperamos que la curva nominal extienda el aplanamiento observado. En tasas reales observamos un notorio encarecimiento, sobre todo en la parte corta. En particular, el *breakeven* de 3 años alcanzó máximos históricos de 5.44% el 23 de marzo, cerrando el 1T22 en 5.18%. No recomendamos posiciones a pesar de que el apetito podría continuar ante la búsqueda de activos con cobertura inflacionaria.

Instrumento	2018	2019	2020	2021	1T22	2T22	3T22	4T22
Tasa de referencia de Banxico								
Promedio	7.64	8.05	5.44	4.38	6.00	<u>6.92</u>	<u>7.50</u>	8.00
Fin de periodo	8.25	7.25	4.25	5.50	6.50	<u>7.25</u>	<u>7.75</u>	8.25
Cetes 28 días								
Promedio	7.64	7.87	5.33	4.44	5.95	<u>7.00</u>	<u>7.60</u>	8.10
Fin de periodo	8.06	7.30	4.25	5.51	6.47	<u>7.35</u>	<u>7.85</u>	8.35
TIE 28 días								
Promedio	8.00	8.31	5.69	4.63	6.36	<u>7.27</u>	<u>7.85</u>	8.35
Fin de periodo	8.59	7.56	4.48	5.72	6.72	<u>7.60</u>	<u>8.10</u>	8.60
Bono México 10 años								
Promedio	7.93	7.61	6.25	6.81	7.96	8.35	8.50	8.60
Fin de periodo	8.63	6.85	5.54	7.57	8.24	<u>8.45</u>	<u>8.55</u>	8.65
Bono EE.UU. 10 años								
Promedio	2.91	2.14	0.88	1.44	1.95	<u>2.42</u>	<u>2.55</u>	2.65
Fin de periodo	2.71	1.92	0.91	1.51	2.34	<u>2.50</u>	<u>2.60</u>	2.70
Diferencial 10 años México vs. EE.UU.								
Promedio	502	547	534	538	601	<u>593</u>	<u>595</u>	595
Fin de periodo	592	493	463	606	590	<u>595</u>	<u>595</u>	595

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

Tipo de cambio

Mercado optimista del MXN en el 1T22. El dólar cerró el trimestre con una ganancia de 2.8% t/t en el DXY y una marcada volatilidad por la invasión de Rusia (con el RUB cayendo 7.5%). A pesar de esta difícil coyuntura, el MXN mostró fortaleza relativa al incorporar también un escenario más restrictivo de Banxico, apreciándose 3.3% t/t. Los rangos de operación se ampliaron a partir del conflicto bélico y la curva de vols implícitas está más alta que al inicio del año. Sin embargo, los *risk reversals* de 1M y 3M (25D) se ubican en mínimos pre-pandemia, sugiriendo que el mercado ya está optimista en la divisa. Por su parte, las apuestas netas cortas en el IMM han ido aumentando en un entorno en el cual nuestro modelo indica una sobrevaluación del peso de 4.6%, con un valor justo cercano a 21.10 por dólar.



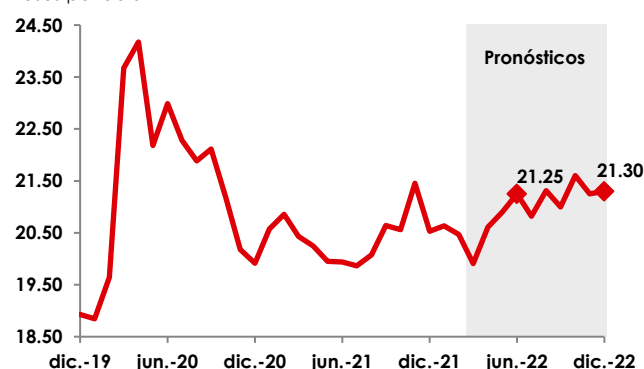
Manuel Jiménez
Director
Estrategia de Mercados
manuel.jimenez@banorte.com

El fortalecimiento del dólar podría extenderse al 2T22. El Fed ha iniciado su ciclo restrictivo antes de lo esperado con un posicionamiento global en el USD bastante ligero. La situación geopolítica no permite descartar nuevos brotes de aversión al riesgo que impulsen la demanda de activos seguros y al dólar. El mercado ya descuenta fuertes alzas del Fed por lo que una posición corta sería complicada en el corto plazo. Adicionalmente, el crecimiento relativo probablemente servirá de soporte para el USD, el cual será bastante robusto a pesar del potencial impacto de mayores precios de *commodities* y algunos riesgos asociados con la pandemia. Por su parte, ante un escenario que sigue siendo mucho más complejo en Europa, conservamos nuestro estimado de 1.07 para el EUR/USD al cierre del año.

Depreciación más moderada y gradual del peso. Modificamos nuestra trayectoria para el USD/MXN, con un cierre de año en 21.30 (previo: 21.80). Esto representaría una pérdida de 3.6% a/a. El ajuste a la baja se debe principalmente al desempeño observado hasta ahora y nuestra trayectoria más alta para la tasa de referencia local, lo que le brindaría al MXN un mayor soporte en el margen. Sin embargo, creemos que no será suficiente para evadir una depreciación gradual ante: (1) La actual sobrevaluación; (2) una expectativa más agresiva del mercado relativo a la nuestra sobre las alzas restantes de Banxico este año; (3) un menor PIB esperado en México; y (4) el ciclo restrictivo del Fed. En este contexto, consideramos que la zona entre 19.60 - 19.85 es atractiva para compras de dólares, aunque probablemente solo tácticamente debido al *carry* negativo que implica.

USD/MXN

Pesos por dólar



Fuente: Bloomberg, Banorte

Pronósticos USD/MXN

Pesos por dólar

Periodo	Fin de periodo	Pronóstico previo	Pronóstico actual	Promedio periodo
1T21	20.43			
2T21	19.94			
3T21	20.64			
4T21	20.53			
1T22	19.92			
2T22		21.50	21.25	20.92
3T22		21.60	21.00	21.04
4T22		21.80	21.30	21.38

Fuente: Bloomberg, Banorte *Cifras subrayadas son pronósticos

Índices accionarios

Elevada volatilidad en un escenario de menor liquidez. El primer trimestre del 2022 se ha visto inmerso en un entorno de mayores retos a los previstos, exacerbados por la invasión de Rusia a Ucrania. La perspectiva de un menor dinamismo económico, bajo un escenario de presiones inflacionarias que siguen sin ceder, ha detonado una postura mucho más restrictiva de distintos bancos centrales, de manera muy particular del Fed. Bajo el contexto mencionado, la volatilidad ha sido la principal característica del desempeño de los índices accionarios, resaltando las pérdidas en: (1) Mercados de Europa y Asia, reaccionando a las posibles implicaciones del conflicto bélico; y (2) algunas tomas de utilidades en EE.UU., donde las valuaciones lucen extendidas en ciertos sectores, como el tecnológico. No obstante, en México el desempeño ha sido destacable, con el IPC en máximos históricos ante valuaciones mucho más atractivas. Consideramos que el comportamiento de las bolsas seguirá enfrentando periodos de volatilidad mientras logra definirse la normalización monetaria en EE.UU. y su impacto sobre la inflación y el crecimiento. En este entorno, los inversionistas mantendrán estrategias activas, favoreciendo empresas de Valor vs Crecimiento y destacando sectores cíclicos (e.g., Construcción, Energía, Financieras, Industriales, Materiales, Minería).



Marissa Garza

Director
Análisis Bursátil
marissa.garza@banorte.com

Nivel de referencia S&P500. La expectativa de crecimiento en utilidades 2022 para las empresas que conforman al S&P500 ha mejorado desde 8.7% a 10.3% a/a, sobresaliendo los sectores de Energía y Financieras ante la coyuntura actual. Por lo anterior, mantenemos nuestro nivel de referencia en 4,950pts, asumiendo un múltiplo P/U de 20.0x (consistente con el promedio U5A e inferior al actual).

Nivel de referencia IPC. En México, el IPC acumuló un rendimiento de 6.1% nominal y 9.1% en dólares en 1T22. A pesar de nuestra revisión a la baja en el crecimiento económico de este año, las utilidades mantendrán una inercia positiva. Por su parte, el escenario de mayores tasas de interés limitará revaluaciones importantes. Dicho esto, al considerar un múltiplo FV/EBITDA de 7.3x –por debajo del promedio U3A de 7.6x–, un crecimiento esperado en EBITDA de 4.4% a/a y un nivel de deuda neta aumentando 3.0% a/a, reiteramos nuestro nivel de referencia 2022 en 58,000pts. No descartamos que la valuación pudiera converger hacia múltiplos promedio (7.6x), lo que daría mayor impulso al nivel de referencia. Esto dependerá de los riesgos en el entorno. Para 2T22, la dinámica en materias primas y energéticos favorecerá empresas como [Alfa](#), [Alpek](#) y [Gmexico](#). Las mayores tasas de interés apoyarán financieras como [Gentera](#), [Alsea](#) y [Liverpool](#) mantendrán inercia de recuperación, con una atractiva valuación. [Asur](#) destacaría en Aeropuertos; [Femsa](#), como empresa de valor; y [Televisa](#), con la integración con Univisión.

Pronóstico del S&P500 para 2022

Puntos

P/U fwd	S&P500 (puntos)	Rendimiento Estimado (%)
21.0x	5,181	13.1
20.5x	5,057	10.4
20.0x	4,934	7.7
19.5x	4,811	5.0
19.0x	4,687	2.3

Fuente: Bloomberg, Banorte

Pronóstico del IPC para 2022

Puntos

FV/EBITDA	IPC (puntos)	Rendimiento Estimado (%)
7.8x	63,731	13.2
7.6x	60,966	8.3
7.3x	58,200	3.4
7.1x	55,435	-1.6
6.8x	52,669	-6.5

Fuente: Bloomberg, Banorte

Commodities

Elevada volatilidad por la guerra en Ucrania. Los índices GSCI y BCOM registraron el mayor avance trimestral en tres décadas, impulsados por el rubro de energía. Con ello, el Brent y el WTI alcanzaron nuevos máximos intradía desde 2008, y cerraron en 107.9 (+38.7%) y 100.3 US\$/bbl (+33.3%), respectivamente.



Leslie Orozco
Subdirector
Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio
leslie.orocho.velez@banorte.com

Riesgos de un déficit de energéticos permanecen al alza. Del lado de la oferta, las sanciones y rechazo del crudo ruso en varios mercados internacionales podrían materializarse en un retiro de oferta de 3Mbb/d a partir de abril. A lo anterior se une el retraso de la incorporación de la oferta iraní por las nuevas sanciones. En tanto, los inventarios de la OCDE se ubican en mínimos desde 2014. En términos netos, la perspectiva sobre la oferta permanece complicada a pesar de: (1) El anuncio de EE.UU. de la liberación histórica de 1Mbb/d de sus reservas estratégicas durante 6 meses; y (2) [el plan de producción de la OPEP+](#) y el modesto [aumento en los límites de producción para algunos de los países a partir de mayo](#). Sobre la demanda, un menor crecimiento global ante la guerra en Ucrania, el repunte de la inflación, el apretamiento monetario sin más estímulo fiscal y mayores contagios en China podrían ralentizar la recuperación. Reconocemos una alta incertidumbre sobre lo que pasaría con las sanciones en energéticos rusos de llegar a un acuerdo con Ucrania, aunque asumimos que el conflicto –y las sanciones– permanecerán en el 2T22. En este contexto, las expectativas de las principales agencias de energía continúan reflejando balances con una demanda más vigorosa. Considerando la coyuntura, seguimos esperando que el Brent cotice entre 95 y 125 US\$/bbl en lo que resta del año e inclusive con rompimientos al alza por las mayores tensiones geopolíticas y sanciones. Para otros combustibles, la EIA estima fuertes presiones en el 2T22, con precios de gasolina en el PADD 3 de hasta 3.80 US\$/gal (+29% vs. cierre 2021) y para el gas natural de 3.03 US\$/MMBtu (+3%).

En metales, los industriales tuvieron un mejor desempeño vs preciosos. En particular, el aluminio y el níquel repuntaron a máximos multianuales ante la prohibición de exportaciones rusas. Mantenemos una visión favorable en el primer grupo conforme la dinámica de precios sigue dirigida en buena medida por los problemas en las cadenas de suministro. En preciosos, el oro ganó +5.9% t/t por su utilización como refugio de valor y como cobertura inflacionaria. Dada la elevada incertidumbre, esperamos que continúe cotizando arriba de su PM de 100 días de 1,850 US\$/oz t (actual: 1,930). Sin embargo, estará limitado por la ausencia de carry en un entorno de tasas cada vez más atractivas. En granos persiste la preocupación de una menor oferta ante bajos inventarios, aumentos en costos (e.g. fertilizantes) y difíciles condiciones climáticas que sugieren ganancias adicionales en el sector.

Desempeño de precios y estimados del consenso para commodities

Producto	Unidad	Spot*	Desempeño (%)			Pronósticos del consenso					
			2019	2020	2021	2T22	3T22	4T22	1T23	2022	2023
WTI	US\$/bbl	103.23	34.46	-20.54	55.01	97.00	86.21	80.00	76.12	94.84	85.89
Brent	US\$/bbl	107.51	22.68	-21.52	50.15	100.00	88.50	81.25	78.80	99.13	90.87
Gas Natural (H. Hub)	US\$/MMBtu	5.71	-25.54	15.99	46.91	3.80	3.70	4.10	4.00	5.78	4.37
Gasolina (RBOB)	US\$/gal	3.21	0.28	-0.17	0.58	3.34	3.36	3.23	3.30	3.27	3.29
Oro	US\$/onza troy	1,932	18.31	25.12	-3.64	1,850	1,850	1,800	1,721	1,863	1,790
Plata	US\$/onza troy	24.53	15.21	47.89	-11.72	23.61	23.50	22.47	22.04	23.32	21.18
Cobre	US\$/tm	10,469	3.50	25.79	25.17	10,071	9,865	9,693	9,500	9,884	9,335
Maíz	US\$/bu	749	2.39	5.39	34.75	768	738	695	700	706	610
Trigo	US\$/bu	1,012	4.28	8.62	19.96	1,171	1,095	954	900	995	798

Fuente: Bloomberg *al 4/abril/22; Por sus siglas en inglés RBOB (Reformulated gasoline blendstock for oxygenate blending)

Deuda Corporativa

Durante el trimestre se observó un mayor dinamismo (+123.4 a/a a \$23,231 millones) en el mercado de deuda derivado de menores medidas restrictivas por la pandemia y un mayor apetito de los inversionistas provenientes de diferentes sectores a los observados regularmente, como aseguradoras. Al cierre de marzo, la preferencia por bonos quirografarios fue notoria con el 94.4% del monto emitido, mientras que los ABS ascendieron a 5.6%. Por su parte, las tasas variables (TIIE-28 y TIIEF) representaron el 56.3% de lo colocado, seguido de la tasa fija con el 35.4% y tasa fija real con el 8.2%. Asimismo, se observó un incremento en la duración de los bonos comparado con 2021, mostrando un apetito por mayores plazos y ampliando la media del mercado. Finalmente, el 72.8% de lo colocado tuvo la máxima calificación crediticia ('AAA').



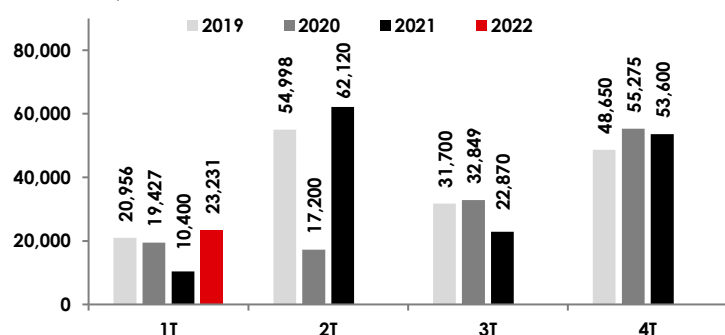
Hugo Gómez
Subdirector
Deuda Corporativa
hugoa.gomez@banorte.com

Particularmente para el 2T22 esperamos menor actividad de colocaciones vs. 2T21, de acuerdo con lo observado en el *pipeline*. Entre los factores para esto se encuentran la incertidumbre en el frente geopolítico y económico y un efecto calendario adverso en el mes de abril. Para el resto de 2022 esperamos que se mantenga la recuperación y la preferencia por bonos quirografarios con alta calidad crediticia con un mayor balance hacia ABS, así como las participaciones regulares del Fovissste y Fhipo con bonos respaldados por hipotecas. Ante la tendencia de los bancos centrales inclinada a ciclos cada vez más restrictivos, los inversionistas probablemente seguirán mostrando mayor apetito por emisiones a tasa variable. En este contexto, reiteramos nuestro estimado de colocación cercano a \$165,000 millones para 2022, lo que implicaría un avance anual de 11%.

En sobretasas, las muestras por calificación han regresado a niveles cercanos a los observados al cierre de 2019, impulsados por la alta demanda en las subastas del año pasado y del 1T22. Esto llevó a las sobretasas de salida a la baja, al igual que los *spreads* del resto de los bonos (-24pb en 'AAA' y -39pb en 'AA' a/a). En el trimestre que comienza, esperamos movimientos que podrían continuar la trayectoria a la baja siguiendo la tendencia de los últimos meses por la alta demanda y liquidez de los inversionistas. Además, en la segunda mitad del presente año podríamos observar un cambio en la tendencia debido a un probable equilibrio entre la oferta y demanda de bonos en el mercado primario, con la colocación en niveles cercanos a la media.

Monto emitido de largo plazo – Corte trimestral

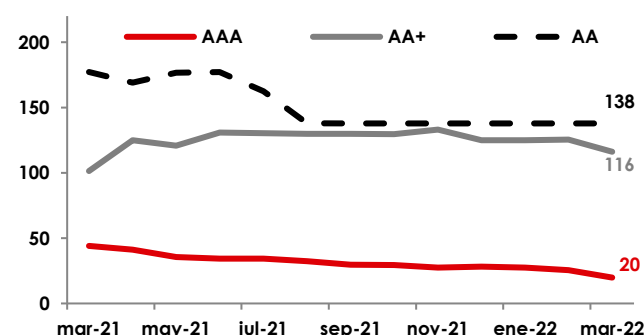
Millones de pesos



Fuente: Banorte con información de BMV, BIVA y PIP

Evolución Spreads – TIIE 28 Quirografario

Pb



Fuente: Banorte / BMV / PIP, al cierre de marzo de 2022

Últimas notas relevantes

Economía de México

- Pre-Criterios 2023 – Panorama fiscal aún favorable a pesar de ajustes relevantes, 4 de abril de 2022, [<pdf>](#)
- Banxico – Voto unánime por alza de 50pb ante el nuevo deterioro del panorama inflacionario, 24 de marzo de 2022, [<pdf>](#)
- Inflación 2022 – Cierre de año ahora en 6.7% ante condiciones externas más difíciles, 22 de marzo de 2022, [<pdf>](#)
- PIB 4T21 – Modesta revisión al alza, impulsada por industria y servicios, 25 de febrero de 2022, [<pdf>](#)
- IED - Entrada de US\$31.6 mil millones en 2021, aumentando 8.7% a/a, 22 de febrero de 2022, [<pdf>](#)
- S&P deja a México en 'BBB' con perspectiva negativa ante retos fiscales y de crecimiento, 7 de diciembre de 2021, [<pdf>](#)
- Salario mínimo – Aumento de 22% en 2022, 2 de diciembre de 2021, [<pdf>](#)
- Banxico – Victoria Rodríguez es nominada como la nueva gobernadora de Banxico, 24 de noviembre de 2021, [<pdf>](#)
- El FMI ratifica la Línea de Crédito Flexible de México por un nuevo periodo de dos años, 22 de noviembre de 2021, [<pdf>](#)
- Fitch ratifica calificación de México en 'BBB-' con perspectiva estable, 17 de noviembre de 2021, [<pdf>](#)
- Finaliza la discusión y aprobación del Paquete Económico 2022, 16 noviembre de 2021, [<pdf>](#)
- Iniciativa de reforma al sector eléctrico – Mayores facultades a la CFE, 4 de octubre de 2021, [<pdf>](#)
- Moody's ratifica calificación de México ante buen manejo fiscal e impulso de EE.UU., 29 de abril de 2021, [<pdf>](#)

Economía de Estados Unidos

- Mercado laboral – En marzo continuó una sólida recuperación, 1 de abril de 2022, [<pdf>](#)
- Decisión del FOMC – Inicio de alzas en marzo, a lo que seguirá la reducción del balance, 16 de marzo de 2022, [<pdf>](#)
- Inflación febrero – Nuevo máximo en 40 años, 10 de marzo de 2022, [<pdf>](#)
- PIB 4T21 Revisado – La economía creció 7.0% en el último trimestre del 2021, 24 de febrero de 2022, [<pdf>](#)
- Minutas del FOMC – Tono hawkish, pero con poca información adicional, 16 de febrero de 2022, [<pdf>](#)
- Jerome Powell es nominado para un segundo mandato al frente del Fed, 22 de noviembre de 2021, [<pdf>](#)
- Jackson Hole – El tapering iniciará este año, pero sin claras señales sobre el momento preciso, 27 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>](#)

Economía Global

- *El Copom continúa con el ciclo alcista, pero a un ritmo más moderado, 16 de marzo de 2022, [<pdf>](#)*
- *ECB – Sin cambios, pero con guía más hawkish de lo esperado, 10 de marzo de 2022, [<pdf>](#)*
- *Perspectivas de la Economía Mundial del FMI – Mayores retos para el crecimiento y la inflación, 25 de enero de 2022, [<pdf>](#)*
- *ECB – Empieza el retiro del estímulo, pero aun falta mucho para empezar a subir tasas, 16 de diciembre de 2021, [<pdf>](#)*
- *Nueva estrategia del ECB – Más clara y poco más dovish, pero sin fuertes implicaciones inmediatas, 14 de julio 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 - Lidando con los efectos de una grave crisis de salud, 19 de octubre de 2020, [<pdf>](#)*

Economía Regional

- *Ventas al Menudeo – El comercio minorista continuó recuperándose en enero, 24 de marzo de 2022, [<pdf>](#)*
- *En febrero, las incidencias delictivas se incrementaron en la mayoría de las entidades federativas, 22 de marzo de 2022, [<pdf>](#)*
- *Turismo – La ocupación hotelera mantuvo una moderada recuperación en el primer mes del año, 16 de marzo de 2022, [<pdf>](#)*
- *Actividad Industrial – La mayoría de las entidades mantienen una lenta recuperación en noviembre, 10 de marzo de 2022, [<pdf>](#)*
- *Inversión Extranjera Directa, 28 de febrero de 2022, [<pdf>](#)*
- *Remesas Familiares – Las entidades del país registraron importantes avances en 2021, 1 de febrero de 2022, [<pdf>](#)*
- *ITAE – La mayoría de las entidades mantuvieron su ritmo de recuperación en 3T21, 28 de enero de 2022, [<pdf>](#)*
- *Estudios Económicos: Monitor de Estabilidad Fiscal, 9 de septiembre de 2021, [<pdf>](#)*
- *Estudios Económicos: Evolución del financiamiento de las empresas en 2T21, 19 de agosto de 2021, [<pdf>](#)*
- *Economía Regional 1T21, 12 de agosto de 2021, [<pdf>](#)*
- *Reporte de estabilidad financiera, 21 de junio de 2021, [<pdf>](#)*
- *Panorama electoral 2021 – Una mirada regional, 18 de junio de 2021, [<pdf>](#)*
- *Ocupación hotelera en las regiones del país continuó débil en febrero, 9 de abril de 2021, [<pdf>](#)*
- *Fuerte caída del tráfico de pasajeros en las regiones del país en febrero, 8 de abril de 2021, [<pdf>](#)*
- *Estudios Económicos: Resultados seleccionados del Censo de Población y Vivienda 2020, 27 de enero de 2021, [<pdf>](#)*

Renta fija, tipo de cambio y commodities

- *Perspectiva Semanal de Renta Fija y Tipo de Cambio*, 4 de abril de 2022, [<pdf>](#)
- *Calendario de emisiones 2T22: Mayores montos en Bonos M y Udibonos*, 1 de abril de 2022, [<pdf>](#)
- *OPEP+: Continúa con su estrategia de producción mensual*, 31 de marzo de 2022, [<pdf>](#)
- *Panorama de los Fondos de Pensiones a febrero de 2022*, 18 de marzo de 2022, [<pdf>](#)
- *Toma de utilidades en posición pagadora de TIEE-IRS de 2 años (26x1)*, 4 de marzo de 2022, [<pdf>](#)
- *Nuevos niveles para proteger ganancias en recomendación de pagar TIEE-IRS de 2 años*, 16 de febrero de 2022, [<pdf>](#)
- *SHCP: Operación de refinanciamiento en el mercado de euros*, 8 de febrero de 2022, [<pdf>](#)
- *La SHCP colocó bonos en USD y realizó un refinanciamiento de la deuda externa*, 5 de enero de 2022, [<pdf>](#)
- *México anuncia oferta global de bonos en USD y oferta pública*, 4 de enero de 2022, [<pdf>](#)
- *PAF 2022: Activo manejo de pasivos reduce las necesidades de financiamiento*, 28 de diciembre de 2021, [<pdf>](#)
- *Liberación colectiva de reservas de crudo*, 23 de noviembre de 2021, [<pdf>](#)
- *Nuevos Bonos de Desarrollo referenciados a la TIEE de Fondeo, Bondes F*, 18 de agosto de 2021, [<pdf>](#)

Mercado accionario

- *Flash OMA: Flash: Propondrá dividendo con yield de 3.9%*, 4 de abril de 2022, [<pdf>](#)
- *Flash AC: Dividendo en efectivo con rendimiento de 2.3%*, 4 de abril de 2022, [<pdf>](#)
- *Flash CHDRAUI: Propondrá dividendo con rendimiento de 1.1%*, 23 de marzo de 2022, [<pdf>](#)
- *Flash AMX: Propondrá retribución a accionistas por hasta 4.0% de rendimiento*, 23 de marzo de 2022, [<pdf>](#)
- *Flash Walmex Day. Continúa la evolución del negocio de cara al futuro*, 15 de marzo de 2022, [<pdf>](#)
- *Flash LIVEPOL: Dividendo en efectivo con rendimiento de 1.7%*, 10 de marzo de 2022, [<pdf>](#)
- *Flash ASUR: Propone dividendos con rendimiento de 3.8%*, 10 de marzo de 2022, [<pdf>](#)
- *AEROPUERTOS: Se acelera la demanda de pasajeros*, 8 de marzo de 2022, [<pdf>](#)
- *Entorno Bursátil: Sin cambios en la muestra del IPC*, 4 de marzo de 2022, [<pdf>](#)
- *Flash FEMSA: Propondrá dividendo con rendimiento de 2.0%*, 4 de marzo de 2022, [<pdf>](#)
- *Flash VOLAR: La aceleración en la demanda sigue sorprendiendo*, 3 de marzo de 2022, [<pdf>](#)
- *Resultados 4T21: Recuperación sostenida, mientras los retos se concentran en el crecimiento e inflación*, 3 de marzo de 2022, [<pdf>](#)
- *Flash: Alsea Day. Estrategia de transformación digital, importantes sinergias y fortaleza financiera*, 1 de marzo de 2022, [<pdf>](#)
- *Flash GAP: Propondrá dividendo con rendimiento de 4.9%*, 25 de febrero de 2022, [<pdf>](#)
- *Flash ALFA: Anuncia Guía 2022*, 16 de febrero de 2022, [<pdf>](#)
- *Flash ALPEK: Anuncia Guía 2022*, 16 de febrero de 2022, [<pdf>](#)
- *Flash CEMEX: Innovación digital orientada a fortalecer sus ventajas competitivas*, 8 de febrero de 2022, [<pdf>](#)
- *Flash ALPEK: Acuerda la compra de Octal*, 1 de febrero de 2022, [<pdf>](#)

- Flash WALMEX: Analiza opciones estratégicas para El Salvador, Honduras y Nicaragua, 24 de enero de 2022, [<pdf>](#)
- Flash ALFA: Sigma continúa vendiendo activos no esenciales, 12 de enero de 2022, [<pdf>](#)
- Flash PINFRA: Propondrá dividendo con rendimiento de 4.6%, 10 de enero de 2022, [<pdf>](#)
- Flash FCFE18: Continúa atractiva distribución en el 4T21, rendimiento de 3.2%, 21 de diciembre de 2021, [<pdf>](#)
- Flash OMA: Propondrá atractivo dividendo con yield de 8.9%, 2 de diciembre de 2021, [<pdf>](#)
- Flash: Nemak Investor Day. Transformándose para crecer, 10 de noviembre de 2021, [<pdf>](#)
- Flash AMX: Aumentará retorno a los accionistas, 1 de noviembre de 2021, [<pdf>](#)
- Flash NEMAK: Reduce guía 2021 ante impacto por la crisis de semiconductores, 19 de octubre de 2021, [<pdf>](#)
- 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>](#)
- Flash AMX: Día con Inversionistas, consolidando la estrategia hacia el 5G con un sólido balance, 5 de octubre de 2021, [<pdf>](#)

Deuda Corporativa

- Parámetro, 4 de abril de 2022, [<pdf>](#)
- En el Horno, 4 de abril de 2022, [<pdf>](#)
- Sectorial arrendadoras y crédito automotriz 4T21, 18 de marzo de 2022, [<pdf>](#)
- Evolución TFOVIS / FOVISCB: 4T21, 14 de marzo de 2022, [<pdf>](#)
- Lo Último en Deuda Corporativa: FEBRERO 2022, 8 de marzo de 2022, [<pdf>](#)
- PEMEX – Mayor precio del crudo seguirá respaldando los ingresos, 1 de marzo de 2022, [<pdf>](#)
- Sectorial arrendadoras y crédito automotriz 3T21, 16 de diciembre de 2021, [<pdf>](#)
- SHCP anunció estrategia de apoyo en favor de PEMEX, 6 de diciembre 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>](#)
- Evolución de Spreads: Enero 2021, 9 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
Pagar TIIE-IRS de 2 años (26x1)	G	04-mar-22	04-mar-22
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 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 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 / 10 años (aplanamiento)	230pb	200pb	250pb	200pb	G	25-jun.-15	29-jul.-15
Invertir Mbono Dic'24	6.12%	5.89%	6.27%	5.83%	G	13-mar.-15	19-mar.-15
Recomendación de valor relativo - Bonos M 10 años (Dic'24) / aplanamiento curva					G	22-dic.-14	6-feb.-15
Pagar TIIE-IRS 3 meses (3x1)	3.24%	3.32%	3.20%	3.30%	G	29-ene.-15	29-ene.-15
Pagar TIIE-IRS 9 meses (9x1)	3.28%	3.38%	3.20%	3.38%	G	29-ene.-15	29-ene.-15
Pagar TIIE-IRS 5 años (65x1)	5.25%	5.39%	5.14%	5.14%	P	4-nov.-14	14-nov.-14
Invertir Udibono Dic'17	0.66%	0.45%	0.82%	0.82%	P	4-jul.-14	26-sep.-14
Recomendación de valor relativo - Bonos M de 5 a 10 años					G	5-may.-14	26-sep.-14
Recibir TIIE-IRS 2 años (26x1)	3.75%	3.55%	3.90%	3.90%	P	11-jul.-14	10-sep.-14
Recibir TIIE-IRS 1 año (13x1)	4.04%	3.85%	4.20%	3.85%	G	6-feb.-14	10-abr.-14
Invertir Udibono Jun'16	0.70%	0.45%	0.90%	0.90%	P	6-ene.-14	4-feb.-14
Invertir Mbono Jun'16	4.47%	3.90%	4.67%	4.06%	G	7-jun.-13	21-nov.-13
Recibir TIIE-IRS 6 meses (6x1)	3.83%	3.65%	4.00%	3.81%	G	10-oct.-13	25-oct.-13
Recibir TIIE-IRS 1 año (13x1)	3.85%	3.55%	4.00%	3.85%	S/C	10-oct.-13	25-oct.-13
Invertir Udibono Dic'17	1.13%	0.95%	1.28%	1.35%	P	9-ago.-13	10-sep.-13
Recibir TIIE-IRS 9 meses (9x1)	4.50%	4.32%	4.65%	4.31%	G	21-jun.-13	12-jul.-13
Diferencial TIIE-Libor 10 años	390pb	365pb	410pb	412pb	P	7-jun.-13	11-jun.-13
Recibir TIIE-IRS 1 año (13x1)	4.22%	4.00%	4.30%	4.30%	P	19-abr.-13	31-may.-13
Invertir Udibono Jun'22	1.40%	1.20%	1.55%	0.97%	G	15-mar.-13	3-may.-13
Recibir TIIE-IRS 1 año (13x1)	4.60%	4.45%	4.70%	4.45%	G	1-feb.-13	7-mar.-13
Invertir Mbono Nov'42	6.22%	5.97%	6.40%	5.89%	G	1-feb.-13	7-mar.-13
Invertir Udibono Dic'13	1.21%	0.80%	1.40%	1.40%	P	1-feb.-13	15-abr.-13
Recibir TIIE-IRS 1 año (13x1)	4.87%	4.70%	5.00%	4.69%	G	11-ene.-13	24-ene.-13
Recibir TIIE Pagar Mbono 10 años	46pb	35pb	54pb	54pb	P	19-oct.-12	8-mar.-13
Diferencial TIIE-Libor 10 años	410pb	385pb	430pb	342pb	G	21-sep.-13	8-mar.-13
Invertir Udibono Dic'12	+0.97%	-1.50%	+1.20%	-6.50%	G	1-may.-12	27-nov.-12
Invertir Udibono Dic'13	+1.06%	0.90%	+1.35%	0.90%	G	1-may.-12	14-dic.-12

¹ Ganancias de carry y roll-down de 17pb

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

Ideas de inversión tácticas de corto plazo

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

Fuente: Banorte

Registro histórico de recomendaciones direccionales en el mercado cambiario*

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

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

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

Certificación de los Analistas.

Nosotros, Alejandro Padilla Santana, Juan Carlos Alderete Macal, Alejandro Cervantes Llamas, Manuel Jiménez Zaldívar, Marissa Garza Ostos, Francisco José Flores Serrano, Katia Celina Goya Ostos, José Luis García Casales, Yazmín Selene Pérez Enríquez, José Itzamna Espitia Hernández, Carlos Hernández García, David Alejandro Arenas Sánchez, Paola Soto Leal, Víctor Hugo Cortes Castro, Hugo Armando Gómez Solís, Daniela Olea Suárez, Miguel Alejandro Calvo Domínguez, Luis Leopoldo López Salinas, Leslie Thalía Orozco Vélez, Gerardo Daniel Valle Trujillo e Isaías Rodríguez Sobrino, 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 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 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	Quando el rendimiento esperado de la acción sea mayor al rendimiento estimado del IPC.
MANTENER	Quando el rendimiento esperado de la acción sea similar al rendimiento estimado del IPC.
VENTA	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.

Directorio

DGA Análisis Económico y Financiero



Alejandro Padilla Santana
Director General Adjunto de
Análisis Económico y Financiero
alejandropadilla@banorte.com
(55) 1103 - 4043



Raquel Vázquez Godínez
Asistente DGA AEyF
raquel.vazquez@banorte.com
(55) 1670 - 2967



Itzel Martínez Rojas
Gerente
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 Ejecutivo de Análisis Económico y
Estrategia Financiera de Mercados
juan.alderete.macal@banorte.com
(55) 1103 - 4046



Francisco José Flores Serrano
Director Economía Nacional
francisco.flores.serrano@banorte.com
(55) 1670 - 2957



Katia Celina Goya Ostos
Director Economía Internacional
katia.goya@banorte.com
(55) 1670 - 1821



Yazmín Selene Pérez Enríquez
Subdirector Economía Nacional
yazmin.perez.enriquez@banorte.com
(55) 5268 - 1694



Luis Leopoldo López Salinas
Gerente 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



Marissa Garza Ostos
Director Análisis Bursátil
marissa.garza@banorte.com
(55) 1670 - 1719



Víctor Hugo Cortes Castro
Subdirector Análisis Técnico
victorh.cortes@banorte.com
(55) 1670 - 1800



José Itzamna Espitia Hernández
Subdirector Análisis Bursátil
jose.espitia@banorte.com
(55) 1670 - 2249



Carlos Hernández García
Subdirector Análisis Bursátil
carlos.hernandez.garcia@banorte.com
(55) 1670 - 2250



David Alejandro Arenas Sánchez
Subdirector Análisis Bursátil
david.arenas.sanchez@banorte.com
(55) 1103 - 4000 x 2755



Hugo Armando Gómez Solís
Subdirector Deuda Corporativa
hugo.gomez@banorte.com
(55) 1670 - 2247



Leslie Thalia Orozco Vélez
Subdirector Estrategia de Renta Fija y
Tipo de Cambio
leslie.orozco.velez@banorte.com
(55) 5268 - 1698



Isaías Rodríguez Sobrino
Gerente de Renta Fija, Tipo de Cambio
y Commodities
isaias.rodriguez.sobrino@banorte.com
(55) 1670 - 2144



Gerardo Daniel Valle Trujillo Gerente
Deuda Corporativa
gerardo.valle.trujillo@banorte.com
(55) 1670 - 2248



Paola Soto Leal
Analista Sectorial Análisis Bursátil
paola.soto.leal@banorte.com
(55) 1103 - 4000 x 1746

Análisis Cuantitativo



Alejandro Cervantes Llamas
Director Ejecutivo de Análisis Cuantitativo
alejandrocervantes@banorte.com
(55) 1670 - 2972



José Luis García Casales
Director Análisis Cuantitativo
jose.garcia.casales@banorte.com
(55) 8510 - 4608



Daniela Olea Suárez
Subdirector Análisis Cuantitativo
daniela.olea.suarez@banorte.com
(55) 1103 - 4000



Miguel Alejandro Calvo Domínguez
Subdirector Análisis Cuantitativo
miguel.calvo@banorte.com
(55) 1670 - 2220