

Se mantienen los riesgos de recesión

Perspectiva Trimestral 4T22

7 de octubre de 2022

Perspectiva 4T22 – Se mantienen los riesgos de recesión

A lo largo del año se han materializado muchos riesgos asociados a la estanflación –la combinación de altas presiones inflacionarias y bajo crecimiento económico, como advertimos en documentos trimestrales previos. Sin embargo, iniciamos el 4T22 con nuevos desafíos para la economía global y los mercados financieros. Esto se ha visto reflejado en una mayor aversión al riesgo entre todos los tomadores de decisiones. El factor más importante para sopesar es la posible recesión que podrían enfrentar muchas regiones en 2023 como consecuencia de una política monetaria global mucho más restrictiva para hacer frente a una inflación no observada en varias décadas, además de un sinnúmero de factores geopolíticos, límites a la oferta y problemas de logística (e.g. proceso más tardado de normalización en las cadenas de suministro), entre otros. Adicionalmente, no podemos descartar mayor preocupación por la estabilidad financiera en varias regiones conforme la etapa de ‘exceso de liquidez’ se deja atrás cada vez más. Entre este cúmulo de factores, en el área de análisis de Banorte consideramos que el Banco de la Reserva Federal continuará con una estrategia agresiva de alza de tasas en sus próximas decisiones de política monetaria. Además, dado el estado actual de la economía, esperamos una recesión moderada en 2023.

El frente geopolítico continuará jugando un papel primordial en el desempeño económico y de diversos activos financieros. La guerra en Ucrania se mantendrá en un incómodo *impasse*, con muy poca visibilidad sobre un arreglo en los meses que quedan del año. Es probable que continúe el deterioro en las relaciones entre Estados Unidos y actores clave como China. Mientras tanto, existe la posibilidad de cambios en la configuración final de las cámaras legislativas de EE.UU., lo que a su vez podría tener importantes implicaciones en la implementación de políticas públicas hacia delante. Con una visión de mayor plazo, seguirá la atención en los desafíos al proceso de globalización, trayendo consigo un mayor apego a estrategias de regionalización que han moldeado muchas aristas de la economía global, entre ellas la comercial.

En México, seguimos convencidos de que la recuperación económica continuará en lo que queda de 2022. Sin embargo, reconocemos los crecientes riesgos asociados a una posible recesión global –y especialmente, en Estados Unidos– el próximo año. La inflación probablemente seguirá mostrando una dinámica muy compleja. En este entorno, Banxico tendrá que extender su ciclo de restricción monetaria actual, de la mano con el Fed. En cuestiones fiscales, la discusión y aprobación del *Paquete Económico 2023* en el Congreso será relevante. Por último, en el ámbito del comercio internacional debemos permanecer muy pendientes al proceso actual de consultas sobre el sector energético entre los países que forman parte del T-MEC, al igual que otros procedimientos que podrían llevarse a cabo conforme todos los miembros se adaptan a las nuevas reglas.



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.maca@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



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)	1.8	2.0	<u>3.0</u>	<u>1.7</u>	-8.1	4.8	<u>2.1</u>	<u>1.0</u>
Inflación (% a/a)	7.5	8.0	8.7	<u>9.0</u>	3.2	7.4	<u>9.0</u>	<u>5.4</u>
USD/MXN	19.87	20.12	20.14	<u>20.70</u>	19.91	20.53	<u>20.70</u>	<u>22.00</u>
Tasa de referencia de Banxico (%)	6.50	7.75	9.25	<u>10.50</u>	4.25	5.50	<u>10.50</u>	<u>10.25</u>
TIIIE de 28 días (%)	6.72	8.03	9.54	<u>10.85</u>	4.48	5.72	<u>10.85</u>	<u>10.52</u>
IPC (puntos)	56,537	47,524	44,627	<u>43,700</u>	44,067	53,272	<u>43,700</u>	<u>48,800</u>

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

México

La economía probablemente mantuvo un buen desempeño en el 3T22, a pesar de señales mixtas sobre el dinamismo. Del lado positivo destacan mejores condiciones para el comercio internacional con menores disrupciones en China, moderación en precios de *commodities* y costos de transporte. Además, la demanda desde EE.UU. se mantuvo relativamente sólida, ayudando a las exportaciones, [sobre todo en las manufacturas](#). También hubo fortaleza en [las remesas](#), [el empleo](#) y la [recuperación en marcha del crédito](#). En conjunto, esto ha sido clave para el consumo. La inversión, aunque desacelerándose, parece haber contado con soporte por los esfuerzos del *nearshoring* y el mayor gasto federal. Ante esto, ahora anticipamos una expansión de 0.5% t/t del PIB en el periodo (+3.0% a/a), mayor al +0.3% previo. No obstante, los vientos en contra van en aumento, sobre todo los temores de recesión ante el apretamiento monetario global, siendo un tanto evidentes en los [PMIs del IMEF](#) y la confianza empresarial, entre otros indicadores. Así, creemos que la economía se ralentizará más en el 4T22 (-0.3% t/t; +1.7% a/a). A pesar de esto, señales de resiliencia sugieren algunos riesgos al alza para nuestro pronóstico del PIB de este año en 2.1%, que es ligeramente mayor al consenso. No obstante, para 2023 somos más cautelosos y seguimos anticipando +1.0%.



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



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



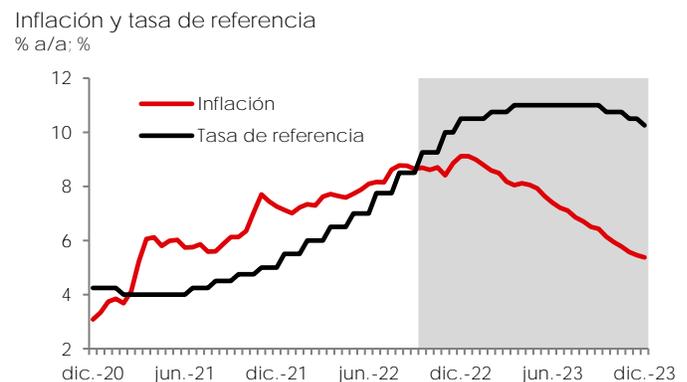
Cintia Nava
Subdirector
Economía Nacional
cintia.nava.roa@banorte.com

Vemos un espacio acotado de mejoría para la inflación en el corto plazo a pesar de [esfuerzos por contener las presiones](#). Por lo tanto, hace poco [subimos nuestros estimados de 2022 y 2023](#) a 9.0% y 5.4% a/a, respectivamente. Nuestra trayectoria ubica el máximo de la inflación anual de este ciclo en enero de 2023 cerca de 9.1%, con una tendencia gradual de baja a partir de ahí. Considerando esto y los retos de relajar la postura relativa con el Fed ante una fuerte volatilidad en los flujos de capital y los mercados, [vemos mayores aumentos de la tasa de referencia por Banxico](#). En particular, anticipamos alzas acumuladas adicionales en lo que queda del año de 125pb, llevando la tasa a 10.50%. Este apretamiento se extendería, con la tasa terminal al cierre del 1T23 en 11.00%. Tras un periodo de estabilidad, el relajamiento iniciaría en septiembre, con la tasa cerrando dicho año en 10.25%.

Entre los eventos más relevantes del 4T22 está el proceso de aprobación del *Paquete Económico 2023* en el Congreso, la reforma a la Guardia Nacional y posible discusión sobre la reforma electoral. Seguiremos pendientes al progreso de las consultas del T-MEC en el frente automotriz, energético y laboral. Finalmente, a principios de diciembre esperamos el anuncio del aumento al salario mínimo para 2023.



Fuente: INEGI, Banorte



Fuente: INEGI, Banxico, Banorte

Estados Unidos

Después de varios meses de haber iniciado el ciclo de alza en tasas, EE.UU. sigue enfrentando un complejo escenario de presiones en precios y riesgos de recesión. En particular, la economía se contrajo en la primera mitad del año al registrar -1.6% y -0.6% t/t anualizado en 1T22 y 2T22, respectivamente. Todo apunta a un avance en la segunda mitad, aunque con una desaceleración hacia el último trimestre que probablemente mantendrá los temores sobre el desempeño hacia 2023.

Esperamos que el consumo continúe creciendo en los próximos trimestres, pero a un ritmo moderado. El gasto en servicios compensaría en parte el menor dinamismo en el consumo de bienes. En el 4T22, el gasto de los hogares seguirá apoyado por la fortaleza del mercado laboral, la recuperación de la confianza de los consumidores y la baja en los precios de la gasolina. Sin embargo, hacia el 2023 habrá más retos en este frente, con un mercado laboral menos fuerte y un posible choque adicional en los precios de los *commodities* si las tensiones entre Rusia y Ucrania siguen escalando, como se ve hasta ahora. Por lo tanto, recortamos nuestro pronóstico del PIB en 2023 a 0.8% desde 1.2% previamente.

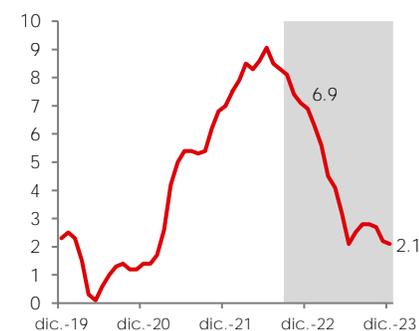
Estimamos que las cifras del mercado laboral mostrarán una creación promedio de plazas al mes de alrededor de 200 mil en el cuarto trimestre. Esto sería más moderado que el promedio en lo que va del año hasta septiembre (420 mil), pero todavía elevado. La tasa de desempleo estaría cerrando 2022 cerca de 3.9%, consistente con condiciones de pleno empleo. Para 2023 anticipamos mayor debilidad económica y una recesión moderada, concentrada principalmente en la primera mitad del año. En consecuencia, vemos una desaceleración importante en la generación de plazas promedio al mes en 1S23 a un ritmo entre 50 y 100 mil, con la tasa de desempleo subiendo a 4.3% para el cierre de año.

Por su parte, las presiones en precios se mantendrán en el corto plazo y disminuirán sólo de manera gradual. Estimamos la inflación promedio en 7.1% a/a durante el 4T22, con el cierre del año en 6.9% a/a. Con esto, la inflación promedio de todo el 2022 sería de 8.0%. La inflación subyacente cerraría en 6.0%, con un promedio de 6.3%. En 2023 podría moderarse, acercándose al objetivo del Fed de 2% hacia el segundo semestre (ver gráfica arriba a la derecha). Estas proyecciones respaldan nuestra expectativa de que el Fed seguirá con el agresivo ciclo de alza en tasas en los próximos meses. Estimamos un nuevo incremento de 75pb en noviembre y de +50pb en diciembre. Asimismo, anticipamos dos alzas más de 25pb en 1T23 (febrero y marzo), con probabilidades de un recorte de 25pb hacia el cuarto trimestre.



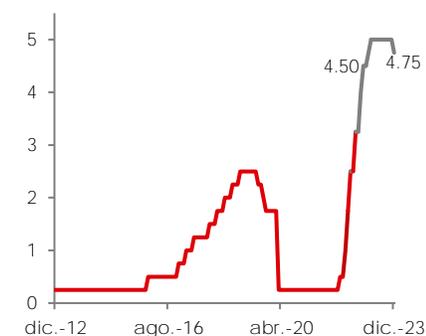
Katia Goya
Director
Economía Internacional
katia.goya@banorte.com

Banorte: Pronóstico de inflación*
% a/a



* Nota: Las cifras de sep.-22 a dic.-23 corresponden a nuestros estimados. Las etiquetas son las cifras al final de 2022 y 2023, respectivamente
Fuente: Banorte con datos de Bloomberg

Banorte: Estimado tasa Fed funds*
%



* Nota: Con base en el rango superior. Las cifras de oct.-22 a dic.-23 corresponden a nuestros estimados. Etiquetas se refieren a los pronósticos al cierre de 2022 y 2023, respectivamente
Fuente: Banorte con datos de Bloomberg

Estimados Banorte sobre Estados Unidos

	1T22	2T22	3T22	4T22	2022*	2023*
PIB (% t/t anualizado)*	-1.6	-0.6	<u>1.3</u>	<u>0.7</u>	<u>1.7</u>	<u>0.8</u>
Consumo Privado	1.3	2.0	<u>1.5</u>	<u>1.0</u>	<u>2.6</u>	<u>1.2</u>
Inversión Fija	4.8	-5.0	<u>0.0</u>	<u>2.0</u>	<u>0.7</u>	<u>1.4</u>
Exportaciones	-4.6	13.8	<u>4.1</u>	<u>2.4</u>	<u>6.2</u>	<u>-0.2</u>
Importaciones	18.4	2.3	<u>5.3</u>	<u>2.8</u>	<u>10.8</u>	<u>2.0</u>
Inflación (% anual, promedio)	8.0	8.6	<u>8.3</u>	<u>7.1</u>	<u>8.0</u>	<u>3.4</u>
Tasa de desempleo (% fdp)	3.6	3.6	3.5	<u>3.9</u>	<u>3.9</u>	<u>4.3</u>
Creación de empleo (miles)	1,616	1,047	1,115	600	4,378	-643

* En el PIB, todas las tasas son t/t anualizadas excepto para todo 2022 y 2023, donde se refieren a la tasa anual.
Fdp: fin de período. Fuente: Banorte

Elecciones Intermedias en EE.UU.

El próximo 8 de noviembre se celebrarán elecciones intermedias en EE.UU. Estos comicios se realizan cada dos años, a la mitad del mandato presidencial. En ellos se renueva un tercio del Senado (34 de 100 asientos), cuyos ganadores cumplirán mandatos de seis años; y el total de la Cámara de Representantes (435 escaños). Además, 36 estados elegirán nuevos gobernadores.

Tras una fuerte caída, hemos visto un aumento en los niveles de aprobación de Biden. De acuerdo con una reciente encuesta de *NBC*, la percepción favorable sobre el presidente subió a 45% en septiembre, 3pp mayor a lo obtenido en agosto y en un máximo desde octubre del año pasado. La percepción es que la postura de los Demócratas sobre el controversial tema del aborto es más cercana a las preferencias de la mayoría de los votantes, además de que sus propuestas en el tema de salud son más adecuadas. Por su parte, los Republicanos mantienen la ventaja en la percepción de su manejo de la economía, el crimen y la seguridad en la frontera.

Consideramos que el reciente aumento en la popularidad de Biden se debe a la aprobación de iniciativas tales como la *Ley de Reducción de la Inflación* (enfocada principalmente a enfrentar el cambio climático y cambios en Medicare) y la condonación de deuda de los estudiantes. Otro hecho relevante fue aprobar la ley para la producción de microprocesadores (*Ley CHIPS*). Asimismo, se ha favorecido de la reducción en los precios de la gasolina que inició en junio, a pesar de que aún se mantienen elevados. Finalmente, otro tema fundamental ha sido la eliminación del derecho constitucional federal al aborto por la Suprema Corte. Mientras que los Demócratas apoyan los derechos al aborto, los Republicanos están en contra.

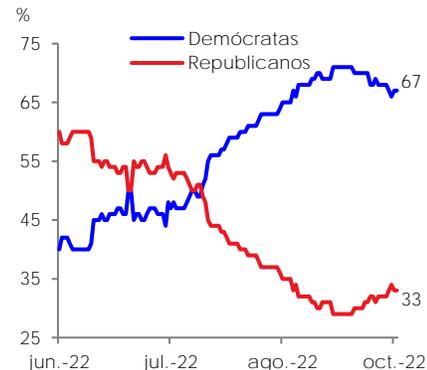
Harold Wilson, primer ministro del Reino Unido en la década de los 60's, dijo que "*En política, una semana es mucho tiempo*". Nos parece que esta frase describe con claridad el cambio tan fuerte que ha experimentado el balance de los posibles resultados, especialmente en el caso del Senado. Actualmente el control está en manos de los Demócratas. Aunque los escaños están divididos 50-50 entre ambos partidos, el voto de desempate lo tiene la vicepresidenta Kamala Harris. De acuerdo con *FiveThirtyEight*, en junio los Demócratas tenían 40% de probabilidades de mantener el control de la Cámara Alta. Ahora, es de 67% (ver gráfica a la derecha arriba). Sin embargo, parece casi un hecho que perderán el control de la Cámara de Representantes, donde actualmente tienen 221 asientos vs. 214 de los Republicanos. De acuerdo con el mismo sitio, las probabilidades de que mantengan el control son de apenas 31%. (ver gráfica a la derecha abajo).

Para la agenda política de Biden es bastante importante que los Demócratas mantengan el Senado. Especialmente, dado que varios proyectos clave aún estarán pendientes de aprobación después de las elecciones intermedias. Entre ellos, destacamos un nuevo paquete de financiamiento del gobierno para el año fiscal 2023, una reforma electoral antes de la carrera presidencial de 2024 y las próximas votaciones para la confirmación de jueces nominados por Biden. Hasta el momento, no hay nuevos nombramientos programados en la Junta de la Reserva Federal para el resto de este periodo. Sin embargo, podrían estar presentes en caso de cambios inesperados y/o renombramientos de los Gobernadores actuales (por ejemplo, como Brainard y Cook).



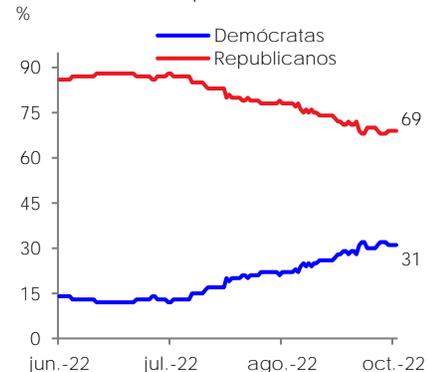
Katia Goya
Director
Economía Internacional
katia.goya@banorte.com

Probabilidad de obtener la mayoría en el Senado*



* Nota: Al 06 de octubre
Fuente: Banorte con datos de *FiveThirtyEight*

Probabilidad de obtener la mayoría en la Cámara de Representantes



* Nota: Al 06 de octubre
Fuente: Banorte con datos de *FiveThirtyEight*

Global

La Unión Europea está enfrentando un complejo escenario de muy elevada inflación, inestabilidad política por la guerra y fuertes riesgos de una contracción económica. En esta región, las probabilidades de que una recesión profunda se materialice y de que las presiones en precios sean más persistentes son mucho mayores que en otras partes del mundo. Esto se debe, en gran medida, a la fuerte dependencia de energéticos provenientes de Rusia. La crisis se ha agravado desde principios de septiembre, ya que el gas, que aun fluía a través del gasoducto *Nord Stream 1* desde Rusia hacia Europa, enfrenta crecientes problemas, algunos de los cuales se adjudican a sabotajes. Ante la inminente llegada de temperaturas más bajas por el invierno, las dificultades se incrementaron todavía más. A esto se agrega el anuncio de Rusia de la anexión de los territorios ocupados en Ucrania. En respuesta, los países europeos acordaron el octavo paquete de sanciones, mismo que ha sido coordinado con otros países. Entre las medidas, se establecen las bases para implementar un tope al precio del crudo ruso, como ha sido propuesto por el G7.

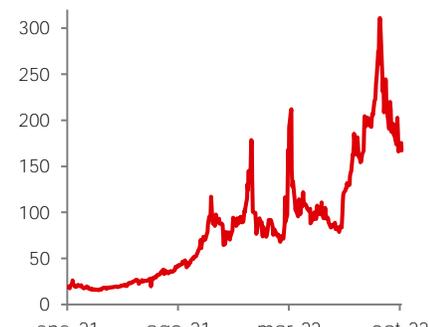
Sumándose a los riesgos, los bancos centrales han adoptado una postura muy *hawkish*. En la Eurozona, la inflación en septiembre se ubicó en 10% a/a, en nuevos máximos históricos. Esto convenció al ECB de anunciar 125pb de alzas acumuladas en tasas hasta ahora y mandar señales claras de que continuará con un ciclo restrictivo agresivo. Vemos otro incremento de 75pb a finales de octubre y de +50pb en diciembre. En este escenario, el PIB probablemente se contraiga en el 4T22 y 1T23 y estimamos que sea cercano a 0% en todo 2023, con los riesgos manteniéndose a la baja.

Desafortunadamente, los problemas podrían no terminar ahí. Un caso ilustrativo es el Reino Unido. La inflación está en máximos históricos de cuarenta años en 9.9% a/a, a lo que el BoE ha respondido con alzas acumuladas de la tasa de referencia de 215pb desde noviembre del 2021. Sin embargo, y en sentido contrario, el gobierno –bajo el cargo de la nueva primera ministra, Liz Truss– anunció hace unos días un plan de recortes a los impuestos y aumentos en la deuda y el gasto público. El objetivo es aminorar el fuerte impacto de la inflación en las familias. Sin embargo, con la política fiscal y monetaria contraponiéndose, este anuncio generó un problema de falta de credibilidad y consistencia en las políticas económicas del país. Los mercados reaccionaron fuertemente, con el impacto reflejándose en una pronunciada depreciación de la libra, acercándose a la paridad con el dólar y en nuevos mínimos históricos. Las tasas de bonos soberanos a 10 años alcanzaron máximos desde la crisis del 2008, lo que repercutió en fuertes presiones sobre los fondos de pensiones. Ante este escenario, el banco central anunció un plan de emergencia por un total de 65 mil millones de libras esterlinas en un programa temporal de compra de bonos. Más tarde, la primera ministra tuvo que anunciar una 'vuelta en U' a los recortes en impuestos para personas de altos ingresos, lo que tranquilizó a los mercados. En nuestra opinión estos eventos, que se han dado apenas en los últimos días muestran el creciente riesgo de inestabilidad financiera en el mundo. Si la situación es tan apremiante y se ha deteriorado tan rápido en un mercado desarrollado y profundo como el Reino Unido, la pregunta ahora es: ¿Cuál podría ser el próximo país o región en problemas ante este retador entorno?



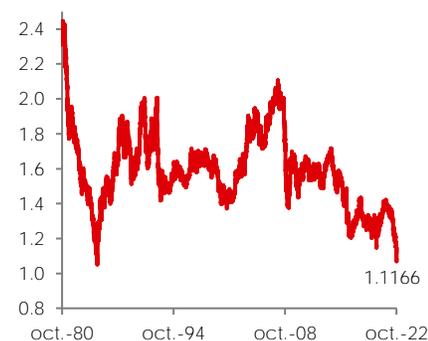
Katia Goya
Director
Economía Internacional
katia.goya@banorte.com

Precio del gas en Europa*
EUR/MWh



* Nota: Al 06 de octubre
Fuente: Banorte con datos de Bloomberg

Libra Esterlina*
Dólares por libra



* Nota: Al 06 de octubre
Fuente: Banorte con datos de Bloomberg

Renta fija gubernamental

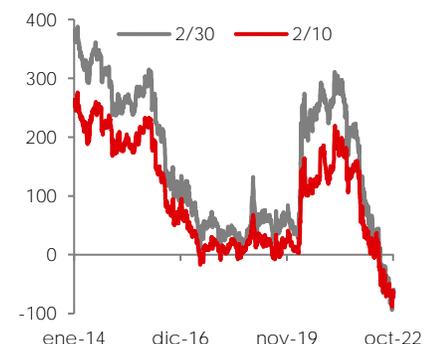
El 3T22 finalizó con curvas de rendimientos aún más planas e invertidas. Las tasas subieron sustancialmente –con los mayores ajustes en las de corto plazo– al incorporar una política monetaria mucho más restrictiva en el mundo, incluyendo a Banxico. En consecuencia, la inversión de la curva de Bonos M se agudizó, con el diferencial 2/30 en mínimos históricos de -94pb a finales de septiembre desde -30pb en junio. Además, los rendimientos de Bonos M cotizaron en máximos desde 2008. Por ejemplo, la referencia de 10 años alcanzó hasta 9.85% y cerró el trimestre en 9.65% (+63pb t/t). También en EE.UU., el diferencial 2/10 en *Treasuries* alcanzó mínimos de cuatro décadas de -54pb desde +5pb en junio.

La alta volatilidad sigue favoreciendo posiciones de valor relativo. Hacia fin de año e inicios de 2023 esperamos que las curvas extiendan su aplanamiento y/o inversión, en un contexto de persistente volatilidad de cara a los próximos ajustes de política monetaria en México y en EE.UU. Aún identificamos espacio para presiones adicionales con base en nuestras trayectorias para Banxico y el Fed, principalmente en tasas de corto plazo. De igual forma, esperamos niveles más estresados en los Bonos M de mediana duración (5 a 7 años) considerando una relativa sobrevaluación al analizar los rendimientos ajustados por duración y [una mayor oferta](#), a pesar de que operan cerca de máximos multianuales. Entérminos relativos, seguimos prefiriendo los Bonos M de largo plazo, al igual que en el trimestre previo. Al inicio de este último periodo veíamos muy atractivos niveles arriba de 9.00% en los nodos Nov'38, Nov'42 y Nov'47, con la mayor convicción en el Jul'53. Si bien estos instrumentos tuvieron un rally de 40pb en julio, finalizaron septiembre ligeramente por arriba de 9.60% y, en algún momento, muy cerca de 10.00%. Ante esta inusual volatilidad y la forma de la curva, seguimos evitando recomendaciones direccionales. Sin embargo, como propuesta de valor de largo plazo, ahora destacan el Nov'38 y Nov'42. Aún favorecemos estrategias de valor relativo y reiteramos nuestra [recomendación de pagar TIIIE-IRS \(26x1\) y recibir SOFR de 2 años](#), actualmente en 592pb, iniciada el 18 de agosto en 583pb. Además, buscamos una mejor entrada para *bear flatteners* en Bonos M, principalmente entre los plazos de 2 y 30 años. Por último, no vemos valuaciones claramente atractivas en Udibonos por ahora ante *breakevens* que de nuevo cotizan muy cerca de máximos del último año, a pesar de fuertes ajustes al alza en nuestros pronósticos de inflación hacia el cierre de 2023 que apoyan las ganancias por acarreo.



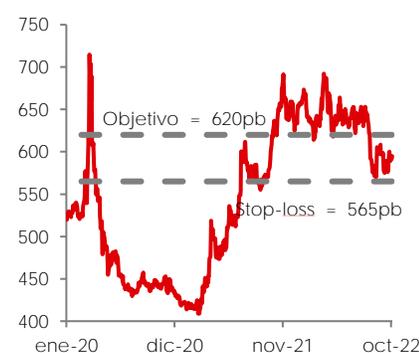
Leslie Orozco
Subdirector
Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio
leslie.orozco.velez@banorte.com

Diferenciales en Bonos M
Puntos base



Fuente: Banorte, PIP

Diferencial de 2 años TIIIE-IRS vs SOFR
Puntos base



Fuente: Banorte, Bloomberg

Pronósticos de tasas de interés
%

Instrumento	2018	2019	2020	2021	Pronósticos 2022				Pronósticos 2023				
					1T	2T	3T	4T	1T	2T	3T	4T	
Tasa de referencia de Banxico													
Fin de periodo	8.25	7.25	4.25	5.50	6.50	7.75	9.25	<u>10.50</u>	11.00	11.00	10.75	10.25	
Promedio	7.64	8.05	5.44	4.38	6.00	6.85	8.19	<u>9.92</u>	10.75	11.00	10.92	10.50	
Cetes 28 días													
Fin de periodo	8.06	7.30	4.25	5.51	6.47	7.70	9.30	<u>10.58</u>	11.08	11.08	10.80	10.30	
Promedio	7.64	7.87	5.33	4.44	5.95	6.99	8.31	<u>10.00</u>	10.83	11.08	10.99	10.55	
TIIIE 28 días													
Fin de periodo	8.59	7.56	4.48	5.72	6.72	8.03	9.54	<u>10.85</u>	11.32	11.32	11.02	10.52	
Promedio	8.00	8.31	5.69	4.63	6.36	7.09	8.50	<u>10.27</u>	11.07	11.32	11.21	10.77	
Bono México 10 años													
Fin de periodo	8.63	6.85	5.54	7.57	8.24	9.02	9.65	<u>10.00</u>	10.15	10.00	9.90	9.70	
Promedio	7.93	7.61	6.25	6.81	7.96	8.89	8.95	<u>9.83</u>	10.08	10.08	9.95	9.80	
Bono EE.UU. 10 años													
Fin de periodo	2.71	1.92	0.91	1.51	2.34	3.01	3.83	<u>4.05</u>	4.10	3.90	3.75	3.65	
Promedio	2.91	2.14	0.88	1.44	1.95	2.92	3.10	<u>3.84</u>	3.98	3.90	3.73	3.60	
Diferencial 10 años México vs. EE.UU.													
Fin de periodo	592	493	463	606	590	601	582	<u>595</u>	605	610	615	605	
Promedio	502	547	534	538	601	597	585	<u>599</u>	600	618	623	620	

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

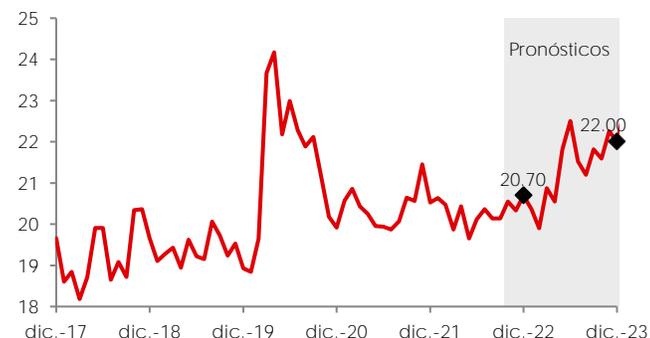
Tipo de cambio

En línea con nuestra visión, el dólar se apreció en 3T22. El USD alcanzó máximos de más de dos décadas, con el BBDXY ganando 5.8% t/t y posiciones netas largas vs las principales divisas en el CME relativamente estables en US\$13,286 millones (gráfica arriba, derecha), aunque todavía con espacio para alcanzar máximos recientes. Algunos países han intentado contrarrestar la fuerza del dólar con intervenciones concretas y/o verbales, sobre todo en Asia (e.g. Japón, China, Corea del Sur, Taiwán e India). Además, se especula sobre una acción coordinada para debilitarlo, similar al famoso 'Acuerdo Plaza' de 1985. No obstante, no lo vemos sucediendo en el corto plazo. El MXN continúa entre las más resilientes a nivel global (gráfica abajo, derecha), perdiendo solo 0.1% t/t. En nuestra opinión, las altas tasas de Banxico, la cercanía e interrelación de México con EE.UU., pocos desbalances macroeconómicos y mayor estabilidad política interna vs otros emergentes son algunos de los factores que explican el buen desempeño relativo del peso.

Creemos que prevalecerá el mismo tono por más tiempo. Consideramos que el fortalecimiento del dólar no ha concluido. El Fed sigue reiterando su compromiso para enfrentar la inflación, a pesar de algunas sorpresas a la baja en otros datos que han inducido especulación del momento en el cual podría señalar el fin del ciclo alcista. Esto ha detonado episodios de apetito por activos de riesgo y pérdidas del dólar. Sin embargo, creemos que seguirán siendo esporádicos ante nuestro escenario de una recesión moderada y tasas altas por más tiempo en ese país. Por otro lado, la crisis energética en Europa podría deteriorarse más. A pesar de las presiones para que el ECB acelere su ciclo restrictivo, el panorama difícil para el crecimiento, el potencial de mayor inestabilidad geopolítica y riesgos sesgados a la baja seguirán afectando al EUR/USD. Revisamos a la baja nuestro estimado para cierre de 2022 de 1.03 a 0.96 y fijamos un cierre de 2023 en 1.01.

Ligero ajuste en la trayectoria de 2023 del USD/MXN. Mantenemos el estimado en 20.70 para 2022 y revisamos la trayectoria del siguiente año. En 2023, anticipamos un rango entre USD/MXN 19.90 y 22.50 y un cierre en 22.00 por dólar. El MXN podría alcanzar su nivel más fuerte cuando el mercado descuenta nuestra expectativa de una tasa terminal de Banxico en 11.00%. Algunos vientos en contra podrían afectarlo temporalmente, como las elecciones en el Edo. de México y/o un eventual panel de controversias en el T-MEC, a pesar de recientes noticias positivas. Menor crecimiento en EE.UU. y México y el inicio un poco adelantado de los recortes por Banxico también jugarían en contra. Vemos valor en compras de dólares debajo de 20.00 por una relativa sobrevaluación del MXN, sugerido también por un deterioro del [déficit comercial](#) y, eventualmente, de [la cuenta corriente](#).

USD/MXN
Pesos por dólar



Fuente: Bloomberg, Banorte

Pronósticos USD/MXN
Pesos por dólar

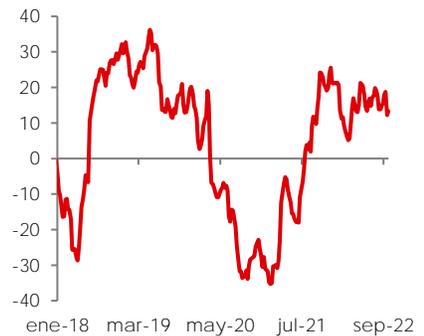
Periodo	Fin de periodo	Pronóstico previo	Pronóstico actual	Promedio periodo
1T22	19.87			
2T22	20.12			
3T22	20.14			
4T22		<u>20.70</u>	<u>20.70</u>	<u>20.53</u>
1T23		<u>20.32</u>	<u>20.88</u>	<u>20.38</u>
2T23		<u>22.10</u>	<u>22.50</u>	<u>21.62</u>
3T23		<u>21.33</u>	<u>21.82</u>	<u>21.51</u>
4T23		<u>21.80</u>	<u>22.00</u>	<u>21.95</u>

Fuente: Bloomberg, Banorte *Cifras subrayadas son pronósticos



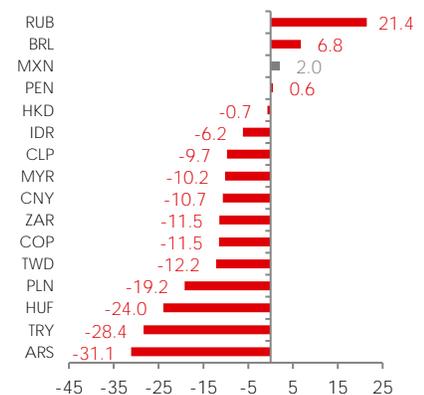
Manuel Jiménez
Director
Estrategia de Mercados
manuel.jimenez@banorte.com

Posiciones técnicas del USD
Miles de millones USD, Positivo: neto largo USD



Fuente: Banorte con datos de CME

Desempeño de divisas emergentes
%, en el año



Fuente: Banorte con datos de Bloomberg

Índices accionarios

Temores de recesión pondrán a prueba los mínimos del año. Sugerimos mantener baja exposición en activos de riesgo. En las últimas semanas, el sentimiento de aversión al riesgo ha aumentado sensiblemente, mientras la volatilidad se ha disparado con un VIX desde -19pts en agosto hasta alcanzar -33pts en septiembre. En distintas regiones se han detonado 'bear markets' –caídas >20% desde sus máximos. Los principales índices han promediado una baja de 19.7% en dólares en el año, con pérdidas relevantes no sólo en EE.UU., sino también en Europa y Asia. Los retos son múltiples: una inflación persistentemente alta que ha derivado en una [postura más restrictiva](#) de varios bancos centrales; la crisis energética en Europa en medio del escalamiento de la guerra; y los confinamientos en China. En la mente de los inversionistas están las dudas sobre los riesgos de recesión para 2023, inquietos del impacto que un entorno de tasas elevadas pudiera tener no solo sobre el crecimiento económico, sino también en la generación de utilidades de las empresas. Los niveles de valuación, aunque podrían parecer atractivos al situarse bastante por debajo de promedios históricos, resultan poco sostenibles ante una perspectiva de [tasas de interés que permanecerán altas en buena parte de 2023](#) y el posible impacto que esto conlleva en el crecimiento. Como es usual, el *timing* del mercado es el mayor reto. Creemos que el momento de comprar no ha llegado aún y que la volatilidad continuará, por lo cual esperamos nuevos mínimos en las bolsas. En este contexto, revisamos a la baja nuestros niveles de referencia para el S&P500 y el IPC. Consideramos pertinente mantener, por ahora, una baja exposición en activos de riesgo. Aunque podrían surgir oportunidades interesantes, privilegiamos historias defensivas y de alta liquidez. En nuestra opinión, únicamente señales de mayor claridad en el entorno, y la posibilidad de iniciar el ciclo acomodaticio antes de lo anticipado, podrían conducir a valuaciones menos castigadas.

Nivel de referencia S&P500. Bajamos el estimado para 2022 a 3,450pts vs 4,050pts previo, asumiendo un múltiplo P/U fwd de 15.0x (vs 17.0x anterior) dado el escenario restrictivo y el riesgo de recesión. Para 2023 anticipamos un cierre en 4,000pts (+15.9% a/a) al considerar un múltiplo P/U fwd de 16.2x (por debajo del actual de 16.7x) y perfilando cierta revaluación vs 2022e ante una perspectiva de recuperación en 2024. Estamos asumiendo crecimientos de 3.5% y 7.0% a/a para las utilidades en 2023 y 2024 (vs 6.1% y 8.4% a/a en *Bloomberg*, respectivamente).

Nivel de referencia IPC. En México, el IPC ha acumulado en lo que va del año una caída de 16.2% nominal y de 14.8% en dólares. Ante los retos en el entorno, la prima de riesgo de mercado se ha elevado con fuerza, llevándonos a revisar a la baja los niveles de valuación esperados. Al considerar un múltiplo FV/EBITDA de 5.8x –vs 6.3x actual–, EBITDA creciendo 3.8% a/a y una deuda neta de +0.4% a/a, bajamos el nivel de 2022 a 43,700pts –alrededor de 6% por debajo del actual– y vs 53,500pts previo. En 2023 podríamos ver cierta revaluación, una vez que el impacto de recesión sea más claro y ante la posibilidad de que inicie el ciclo de relajación monetaria. En ese sentido, asumiendo un múltiplo FV/EBITDA de 6.2x –ligeramente menor que el actual–, EBITDA de 1.4% a/a y una deuda neta subiendo 1.2% a/a, nuestra referencia para el cierre de 2023 es de 48,800pts (+11.7% a/a). Aunque la exposición al mercado accionario deberá ser cautelosa, algunas oportunidades que perfilamos a nivel de emisoras engloban a: [Alpek](#) y [Gentera](#), con dinámicas favorables en este entorno; [Asur](#) y [Oma](#), destacando en Aeropuertos; e historias defensivas como [AC](#) y [Femsa](#).



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

Pronóstico del S&P500 para 2022

Puntos		
P/U Fwd	S&P500	Rendimiento Estimado (%)
15.5x	3,588	-4.2
15.3x	3,530	-5.7
15.0x	3,472	-7.3
14.8x	3,415	-8.8
14.5x	3,357	-10.3

Fuente: Bloomberg, Banorte

Pronóstico del S&P500 para 2023

Puntos		
P/U Fwd	S&P500	Rendimiento Estimado (%)
16.6x	4,112	9.8
16.4x	4,062	8.5
16.2x	4,013	7.2
16.0x	3,963	5.8
15.8x	3,914	4.5

Fuente: Bloomberg, Banorte

Pronóstico del IPC para 2022

Puntos		
FV/EBITDA	IPC	Rendimiento Estimado (%)
6.2x	48,125	3.9
6.0x	45,920	-0.9
5.8x	43,714	-5.6
5.6x	41,509	-10.4
5.4x	39,304	-15.2

Fuente: Bloomberg, Banorte

Pronóstico del IPC para 2023

Puntos		
FV/EBITDA	IPC	Rendimiento Estimado (%)
6.6x	53,278	15.0
6.4x	51,043	10.2
6.2x	48,807	5.4
6.0x	46,572	0.5
5.8x	44,337	-4.3

Fuente: Bloomberg, Banorte

Commodities

Commodities a la baja por la ola restrictiva global y el temor de una recesión. Los índices GSCI y BCOM hilaron dos trimestres de pérdidas, bajando 15.6% y 4.8% t/t, respectivamente. Esto fue impulsado por una fuerte contracción en los precios del crudo y, en menor medida, por pérdidas en metales preciosos e industriales.

El balance de riesgos en energéticos permanece moderadamente al alza. Los precios del crudo agudizaron su contracción ante el inicio de un ciclo restrictivo más agresivo del Fed. En consecuencia, los temores sobre una recesión fueron tomando más relevancia y con ello se consolidó la expectativa de una menor demanda. A su vez, el *backwardation* en los futuros –que señala un desbalance de corto plazo, con mayor demanda que oferta– disminuyó significativamente. En particular, el diferencial 1m/7m del Brent pasó de -17.9 a -9.2 US\$/bbl en el 3T22. El precio *spot* de esta mezcla finalizó en 87.9 US\$/bbl (-23.4% t/t) y el WTI en 79.5 US\$/bbl (-24.8% t/t), sus primeras caídas trimestrales desde inicios de la pandemia. En esta coyuntura, [la OPEP+ decidió recortar su producción a partir de noviembre en 2 Mbbbl/d](#), justificándolo por la visión de una mayor desaceleración económica. Las principales presiones para la oferta son: (1) La postura del grupo ante la volatilidad de los precios; y (2) su limitada capacidad para cumplir con las cuotas de producción. A ello se suman las nuevas sanciones a las importaciones rusas por su anexión de algunas regiones de Ucrania. En este sentido, el escalamiento en las tensiones parece que no cederá en el corto plazo. En respuesta, Rusia frenó indefinidamente el flujo del gasoducto *Nord Stream 1*. Esto ha llevado a los precios del gas natural en Europa a máximos históricos, con la referencia de la región alcanzando hasta 311 EUR/MWh. Ante este panorama, creemos que el balance de riesgos continúa sesgado al alza a pesar de que la probabilidad de una recesión ha subido. Por ende, ajustamos solo ligeramente a la baja el límite inferior estimado para el Brent a 80 y 110 US\$/bbl en lo que resta del año, acotado por posibles recompras de inventarios por EE.UU. y sin descartar nuevos rompimientos al alza.

El desempeño en metales fue negativo. El aluminio y el cobre cayeron 11.6% y 8.5% t/t, en el mismo orden. Los principales factores incluyen la desaceleración industrial de Europa para reducir el consumo de gas y una menor actividad económica global, sobre todo con la ralentización de China. Esperamos que los estímulos gubernamentales en este último país otorguen algo de apoyo, aunque se mantienen los riesgos de mayores bajas. En preciosos, el oro retrocedió 8.1% t/t ante una desventaja cada vez mayor de *carry* por las posturas más restrictivas de los bancos centrales y fuertes ganancias del dólar. Con ello, creemos que el metal cotizará entre 1,600 y 1,800 US\$/oz t. Por último, los granos probablemente extenderán las ganancias del trimestre. Los retos persisten ante bajos inventarios, altos costos de fertilizantes, condiciones climáticas difíciles y posibles obstrucciones en los corredores de granos en Ucrania.



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



Isaías Rodríguez
Gerente
Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio
isaias.rodriguez.sobrino@banorte.com

Desempeño de precios y estimados del consenso para *commodities*

Producto	Unidad	Spot*	Desempeño (%)			Pronósticos del consenso					
			2019	2020	2021	4T22	1T23	2T23	3T23	2022	2023
WTI	US\$/bbl	88.49	34.46	-20.54	55.01	92.00	88.00	88.00	88.00	96.23	79.17
Brent	US\$/bbl	94.15	22.68	-21.52	50.15	95.00	90.00	94.00	90.67	101.42	83.71
Gas Natural (H. Hub)	US\$/MMBtu	7.08	-25.54	15.99	46.91	7.59	7.00	5.00	5.00	7.14	5.41
Gasolina (RBOB)	US\$/gal	2.70	0.28	-0.17	0.58	3.30	3.47	3.51	3.29	3.36	3.33
Oro	US\$/onza troy	1,711	18.31	25.12	-3.64	1,750	1,750	1,775	1,750	1,825	1,838
Plata	US\$/onza troy	20.48	15.21	47.89	-11.72	20.00	20.56	20.83	21.00	21.61	20.88
Cobre	US\$/tm	7,680	3.50	25.79	25.17	7,500	7,617	7,767	8,000	8,737	8,071
Maíz	US¢/bu	678	3.40	24.82	22.57	700	738	703	630	690	650
Trigo	US¢/bu	884	11.03	14.63	20.34	888	880	892	872	922	865

Fuente: Bloomberg *Último cierre conocido; Por sus siglas en inglés RBOB (Reformulated gasoline blendstock for oxygenate blending)

Deuda Corporativa

Durante los primeros nueve meses del año, las colocaciones en el mercado de deuda corporativa han aumentado a \$123,662 millones (29.6% a/a) debido a un desempeño dinámico durante el tercer trimestre (con agosto con un récord de colocaciones desde 2018, en \$40,462 millones). En este sentido, el 89.4% de lo colocado tuvo las máximas calificaciones crediticias en escala nacional ('AAA/AA+') al cierre de septiembre. Por su parte, la preferencia por bonos quirografarios fue notoria, con el 86.2% del monto emitido, mientras que los ABS y FF ascendieron a 13.8%. Las tasas variables (TIIE-28 y TIIEF) representaron el 49.5%, seguido de la tasa fija con el 29.1% y tasa fija real con el 21.4%. Ante el complejo panorama, consideramos que estas tendencias continuarán en los últimos meses de 2022.

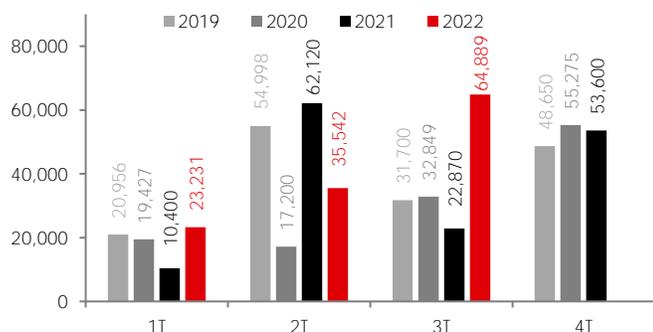


Hugo Gómez
Subdirector
Deuda Corporativa
hugo.gomez@banorte.com

A pesar de un entorno de mayores tasas de interés y retiro de liquidez global, esperamos que el dinamismo continúe en el 4T22 con una actividad similar a la de años anteriores. Esto se basa en lo ya registrado en el *pipeline*, principalmente de emisores conocidos como Cetelem, Elektra, Femsa, Gruma y Orbia, entre otros. De esta forma, anticipamos que la preferencia se mantenga en emisiones quirografarias de alta calidad crediticia, enfocadas en bonos de emisores o sectores considerados 'más seguros' (e.g. Alimentos, Bebidas, Consumo etc.) por un panorama complicado. En sobretasas, las muestras por calificación se han ubicado en niveles ligeramente inferiores a lo observado antes de la pandemia, con una alta demanda en las subastas. Esto llevó a las sobretasas de salida a la baja, al igual que los *spreads* del resto de los bonos (-9pb en 'AAA' y -17pb en 'AA+' a/a). Además, esperamos movimientos que podrían continuar esta trayectoria, siguiendo la tendencia de los últimos meses. En este contexto, reiteramos nuestro estimado de colocación cercano a \$165,000 millones para el cierre de 2022, lo que implicaría un avance anual de 11%.

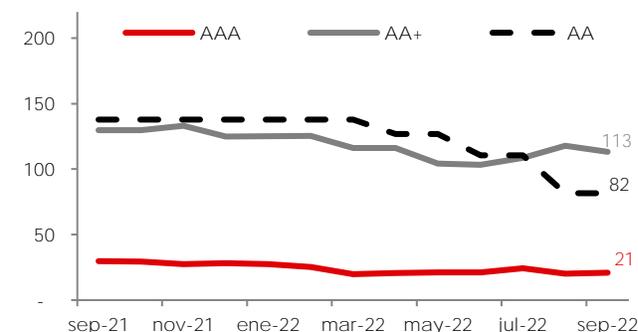
Sin embargo, para 2023 es previsible una mayor cautela de los tenedores de bonos, exacerbado por los temores sobre una posible recesión e inflación que mantendrá una dinámica compleja. Esta situación podría incrementar las dudas sobre un deterioro de la calidad crediticia al suponer una posible desaceleración en ventas y márgenes de operación de los corporativos. Por ende, los inversionistas vigilarán la salud financiera de los emisores, mostrando mayor apetito por tasas variables y plazos más cortos. Derivado de dicha situación y analizando los vencimientos del próximo año, estimamos un monto de colocación cercano a los \$150,000 millones para 2023, un retroceso del 9.1% sobre nuestro estimado de 2022.

Monto emitido de largo plazo – Corte trimestral
Millones de pesos



Fuente: Banorte con información de BMV, BIVA y PIP

Evolución Spreads – TIIE 28 Quirografario
Puntos base



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

Análisis Cuantitativo

Nowcasting de la Actividad Económica. En la Perspectiva Trimestral anterior (referirse a: [Perspectiva Trimestral 3T22](#)) se presentó un modelo de *Nowcasting* que permite generar pronósticos de corto plazo del IGAE utilizando cifras financieras de alta frecuencia e información de la transaccionalidad de los usuarios del sector financiero. Ello con la finalidad de contar con un indicador que pueda aproximar el desempeño económico de México de manera precisa y oportuna, ya que el IGAE tiene un rezago de publicación de 56 días respecto al mes en cuestión.

Nuestro indicador aproxima de manera precisa el ritmo de crecimiento de la actividad económica tan sólo 13 días después del fin de mes. Para ello, se utilizaron modelos de regresión con muestreo de datos mixtos que incorporan cifras con frecuencias mensuales, quincenales y diarias. Para preservar parsimonia, se utilizaron también técnicas de análisis de factores para resumir la información de una base de datos que contiene alrededor de 300 series financieras diarias.

Nuestro modelo produce una previsión oportuna del crecimiento del IGAE, incorporando una amplia gama de datos macroeconómicos a medida que están disponibles. Con este enfoque, nuestro objetivo es contar con un diagnóstico preciso y oportuno en tiempo real y evaluar sus efectos en las condiciones económicas actuales.

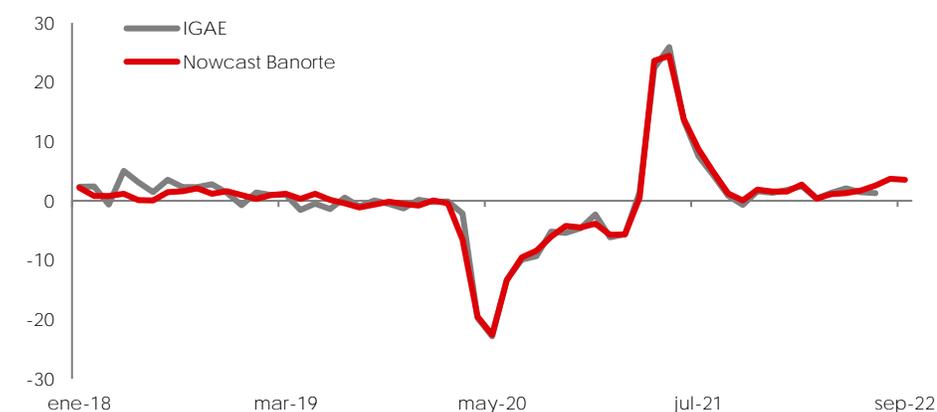
Cabe destacar que nuestro modelo ha mostrado ser más preciso que otros pronósticos de mercado e incluso mejora el poder predictivo de otros indicadores de *nowcast* (referirse a la gráfica inferior).

Dicho modelo pronostica:

- Un avance de 3.73% anual para la actividad económica de agosto
- Un incremento de 3.32% anual para la actividad económica de septiembre

Ello implica que los resultados del modelo son consistentes con un crecimiento de 3% para el PIB del tercer trimestre del año (referirse al ensayo de México).

IGAE vs. Nowcast Banorte
% anual



Fuente: Banorte



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



Alejandro Cervantes
Director Ejecutivo de Análisis
Cuantitativo
alejandrocervantes@banorte.com

Análisis Cuantitativo

Clasificación de tópicos del Fed con NLP y modelos de ML. Recientemente publicamos una nota de investigación donde se describió una metodología para clasificar e interpretar los comunicados del Banco de la Reserva Federal (Fed) utilizando técnicas de Procesamiento de Lenguaje Natural (NLP por sus siglas en inglés) y de aprendizaje de máquina (ML) para eliminar la dependencia de un análisis con cierto grado de subjetividad (referirse a ["La Política Monetaria del FED: Un enfoque de Procesamiento de Lenguaje Natural"](#)).

En ésta, se analizó también la relación entre el comportamiento de la tasa *Fed funds* y la clasificación de la semántica obtenida con el modelo para cada uno de los comunicados. El hallazgo más importante es el grado de fortaleza, debido a que este modelo puede llegar a explicar 9 de cada 10 movimientos y definir un rango de variación para la tasa de referencia terminal del ciclo económico actual (referirse a la gráfica inferior). Por tasa terminal se entiende como el punto máximo que alcanzará la tasa de referencia antes de iniciar con el relajamiento monetario.

Nuestro modelo estima una tasa terminal entre 4.25% y 5.25%. El modelo clasificó la semántica del comunicado de política monetaria del 21 de septiembre con el tópico central congruente con una tasa terminal de 4.25% (valor de la mediana en el intervalo de tasas). Dicho tópico sugiere que, en el rango alto, la tasa terminal podría tener un valor máximo de 5.25% (Tópico 8 en la gráfica inferior).

Adicionalmente, el modelo clasificó los anuncios de política monetaria de junio y julio con el mismo tópico que el de este comunicado. Aunado a ello, es importante resaltar que nuestro modelo permitió anticipar una tasa terminal entre el rango descrito anteriormente desde el inicio del ciclo restrictivo en EE.UU. (16 de marzo 2022).

Mantenemos nuestro pronóstico de 5% para la tasa terminal del Fed (rango superior). Consideramos que nuestro pronóstico de una tasa de 5% es congruente con el rango de la tasa terminal estimado por nuestro modelo. Hacia delante, éste permitirá identificar cualquier cambio en la tasa terminal del Fed a través de la clasificación de los comunicados de política monetaria.



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



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

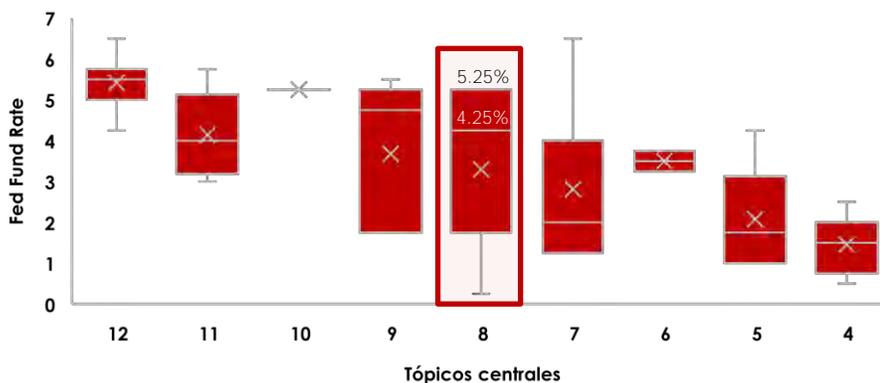


José Luis García
Director Análisis Cuantitativo
jose.garcia.casales@banorte.com



Daniel Sebastián Sosa Aguilar
Gerente Análisis Cuantitativo
daniel.sosa@banorte.com

Rango de la tasa *Fed funds* por tópico
Tópicos centrales



Fuente: Banorte, Reserva Federal, Bloomberg

Análisis Cuantitativo

Discursos de los integrantes del FOMC. Con el fin de poder clasificar e interpretar de manera objetiva los discursos de los miembros votantes y alternos del Comité Federal de Mercado Abierto (por sus siglas en inglés FOMC), se decidió construir una herramienta analítica a partir de técnicas de procesamiento de lenguaje natural (por sus siglas en inglés NLP) y de aprendizaje de máquina (ML). La clasificación de los discursos ayuda a identificar aquellos que corresponden a un tono restrictivo (*hawkish*) versus los que tienen un tono expansivo (*dovish*) en términos monetarios. Cabe destacar que el presente ensayo no contempla a Philip N. Jefferson, Lisa D. Cook y Michael S. Barr debido a su reciente incorporación al comité.

Los discursos de los miembros del FOMC generalmente sirven como agregadores de análisis cualitativo sobre el comportamiento esperado de cada uno de los integrantes del comité al ejercer su voto para la conducción de la política monetaria del Banco de la Reserva Federal. Las herramientas analíticas que se construyeron permiten extraer la información de mayor valor e interpretar objetivamente la postura de los integrantes del Banco Central.

En el tratamiento de los datos no estructurados que representan los discursos (enero 2013 a septiembre 2022) de los miembros del comité se utilizaron metodologías NLP y de minería de texto. A partir de modelos de aprendizaje no supervisado se identificaron 25 tópicos relevantes en 981 discursos (no se consideraron entrevistas ni *welcoming remarks* para evitar posibles sesgos en la clasificación). Se analizaron los 10 términos que mejor describen a cada tópico preponderante y se construyó un índice que toma valores entre -1 y 1, donde los valores cercanos a 1 representan discursos *hawkish* y los cercanos a -1 discursos *dovish*.

El índice *Hawkish & Dovish* permite analizar desde el 2013 la congruencia en los discursos de los miembros del FOMC y su postura al momento de las decisiones de política monetaria. Dicho índice muestra que los discursos de la mayoría de los integrantes del comité han sido *hawkish* desde el inicio del ciclo restrictivo en EE.UU. (16 de marzo 2022) y apunta a que continuará en los próximos meses (referirse a los gráficos de abajo). Lo anterior da soporte a que la tasa terminal del Fed se sitúe en el 5% estimado por nuestro modelo de NLP que se describe en el ensayo anterior.



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



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

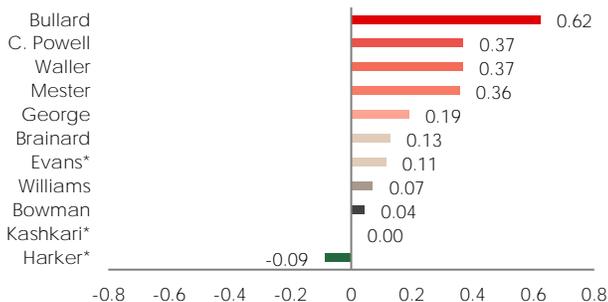


José Luis García
Director
Análisis Cuantitativo
jose.garcia.casales@banorte.com



Daniel Sebastián Sosa Aguilar
Gerente
Análisis Cuantitativo
daniel.sosa@banorte.com

Índice Hawk & Dove
Postura en discursos (mar'22 - sep'22)



Nota: Los discursos de C. Powell son en su papel de presidente del Fed
* Miembros alternos en el FOMC
Fuente: Banorte, Reserva Federal

Clasificación de Discursos
Discursos totales (mar'22 - sep'22)



* Miembros alternos en el FOMC
Fuente: Banorte, Reserva Federal

Análisis Cuantitativo

Nowcasting del consumo privado en México. En el 3T22, las economías nacionales han continuado enfrentándose a un complicado panorama macroeconómico. Aunque la pandemia del COVID-19 ha empezado a mitigarse, muchas actividades económicas aún no regresan a sus niveles previos a la contingencia sanitaria. Por otra parte, el recrudecimiento del conflicto bélico entre Rusia-Ucrania ha mantenido los precios de los energéticos y de los alimentos al alza, lo cual ha propiciado políticas monetarias astringentes por parte de los bancos centrales.

En México, aunado a lo anterior, en este trimestre se ha llevado a cabo la reactivación de los servicios educativos presenciales en todos sus niveles, con sus posibles efectos positivos en los servicios de transporte, de esparcimiento y de preparación de alimentos y bebidas, entre otros. Otra cuestión relevante es que en este periodo se cumple un año de la reforma laboral, con lo cual es posible evaluar la coyuntura económica del país incorporando este efecto en todos los sectores.

Ante estas condiciones, a partir de datos económicos adelantados, tradicionales y no tradicionales, en Banorte, el modelo *Nowcasting* del consumo privado estima que, para los meses de julio, agosto y septiembre, este indicador obtuvo tasas reales de crecimiento anual de 5.2%, 7.7% y 7.1% respectivamente (cifras originales). De esto se deriva que, en el 3T22, calculamos un crecimiento del consumo privado de 6.67% respecto al mismo trimestre del año previo. Hay que puntualizar que el consumo privado, en el 2T22, representó 49.7 por ciento del Producto Interno Bruto, y sigue siendo el agregado macroeconómico que mejor predice el ciclo económico del país.

El modelo utilizado es un SARIMAX con componentes principales como regresores y utiliza variables que están asociadas de manera teórica y empírica con el consumo de bienes y servicios. Por ejemplo, se utilizan datos de tarjetas de crédito/débito, las cuales contabilizan los pagos y operaciones que se hacen con estos dispositivos en restaurantes, servicios de educación superior, estacionamientos, hoteles, supermercados, servicios turísticos, entre otros. En términos reales, las operaciones y transacciones monetarias con tarjetas de crédito y débito han presentado un crecimiento promedio de 20.0% y 11.1% anualmente en el 3T22, respectivamente. Por otro lado, datos no tradicionales utilizados en nuestro modelo apoyan estos resultados alentadores, por ejemplo, la movilidad de Google; muestra que, para actividades de ocio, transporte y visitas a supermercados, en el 3T22 se presentan tasas de crecimiento promedio anual de 24%, 20% y 14.5% respectivamente.

Otras variables que también utiliza nuestro modelo y dan señales positivas son: la demanda de gasolina y de energía eléctrica, los cuartos ocupados en hoteles, la producción industrial de Estados Unidos, las remesas y el número de trabajadores asegurados en el IMSS. Lo anterior implica que, en el 3T22, el consumo privado ha mantenido el dinamismo de los trimestres previos siendo aún no afectado restrictivamente por los aumentos en las tasas de interés o la inflación.

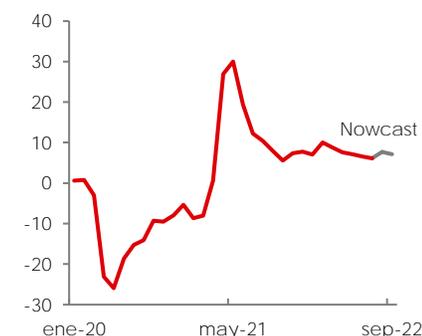


Alejandro Padilla
Director General Adjunto de
Análisis Económico y Financiero
alejandropadilla@banorte.com



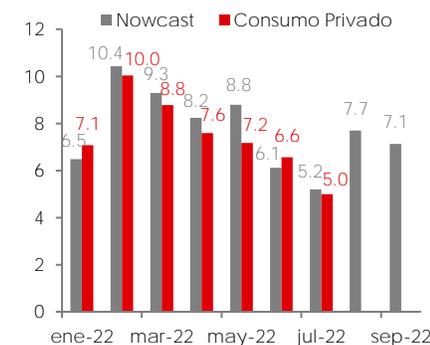
José De Jesús Ramírez Martínez
Subdirector
Análisis Cuantitativo
jose.ramirez.martinez@banorte.com

Consumo Privado en México
%, a/a



Fuente: Banorte, con datos de INEGI

Comparativo modelo Nowcast Consumo versus datos observados
%, a/a



Fuente: Banorte, con datos de INEGI

Últimas notas relevantes

Economía de México

- *Inflación septiembre – Sorpresa a la baja, pero manteniendo una tendencia retardadora*, 7 de octubre de 2022, [<pdf>](#)
- *Acuerdo Complementario al PACIC – Acciones enfocadas en alimentos*, 3 de octubre de 2022, [<pdf>](#)
- *Banxico – Estimamos la tasa terminal en 11% al cierre del 1T23*, 29 de septiembre de 2022, [<pdf>](#)
- *Inflación 1Q-septiembre – Vemos mayor presión hacia delante, en especial en la subyacente*, 22 de septiembre de 2022, [<pdf>](#)
- *Paquete Económico 2023 – Un escenario optimista enfocado en programas sociales*, 9 de septiembre de 2022, [<pdf>](#)
- *PIB 2T22 – Buen dinamismo en la 1ª mitad del año, aunque con riesgos hacia delante*, 25 de agosto de 2022, [<pdf>](#)
- *Moody's baja calificación de México a 'Baa2', con la perspectiva de negativa a estable*, 8 de julio de 2022, [<pdf>](#)
- *S&P ratifica calificación de México en 'BBB' y mejora perspectiva a estable*, 6 de julio de 2022, [<pdf>](#)
- *Fitch ratifica calificación de México en 'BBB-' con perspectiva estable*, 17 de mayo de 2022, [<pdf>](#)
- *IED - Entrada de US\$31.6 mil millones en 2021, aumentando 8.7% a/a*, 22 de febrero de 2022, [<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>](#)

Economía de Estados Unidos

- *Decisión del FOMC – Tono muy hawkish apunta a un nuevo incremento de 75pb y tasa terminal más alta*, 21 de septiembre de 2022, [<pdf>](#)
- *Inflación – Se fortalece nuestra expectativa de otra alza de 75pb por parte del Fed*, 13 de septiembre de 2022, [<pdf>](#)
- *Jackson Hole – Powell mostró un tono más hawkish de lo anticipado*, 26 de agosto de 2022, [<pdf>](#)
- *PIB 2T22 Revisado – La economía se contrajo menos de lo anunciado de forma preliminar*, 25 de agosto 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

- *Brasil: El ciclo restrictivo probablemente ha terminado*, 21 de septiembre de 2022, [<pdf>](#)
- *ECB – Alza histórica de 75pb y tono muy hawkish*, 8 de septiembre de 2022, [<pdf>](#)
- *Perspectivas de la Economía Mundial del FMI – Fuerte desaceleración ante el retiro de estímulo monetario*, 26 de julio de 2022, [<pdf>](#)
- *ECB – Empieza el retiro del estímulo, pero aún 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 - Lidiando con los efectos de una grave crisis de salud*, 19 de octubre de 2020, [<pdf>](#)

Economía Regional

- *Política Monetaria del FED: Modelo de NLP Anticipa una Tasa Terminal de 5%*, 21 de septiembre de 2022, [<pdf>](#)
- *Las ventas al menudeo en la CDMX registraron el mayor crecimiento del país durante julio*, 21 de septiembre de 2022, [<pdf>](#)
- *El turismo continuó recuperándose en la mayoría de los estados durante julio*, 13 de septiembre de 2022, [<pdf>](#)
- *Actividad Industrial - El avance del sector manufacturero en mayo impulsa el crecimiento de la actividad industrial en las entidades del país*, 9 de septiembre de 2022, [<pdf>](#)
- *La inflación continuó avanzando en la mayoría de las entidades federativas durante agosto*, 8 de septiembre de 2022, [<pdf>](#)
- *Inversión Extranjera Directa – Nuevo León principal receptor en 2T22*, 25 de agosto de 2022, [<pdf>](#)
- *Las remesas familiares mantienen un fuerte dinamismo por entidad federativa*, 1 de agosto de 2022, [<pdf>](#)
- *ITAEE – Continúa la recuperación en la mayoría de los estados en 1T22*, 28 de julio de 2022, [<pdf>](#)
- *Economía Regional 4T21*, 3 de junio de 2022, [<pdf>](#)
- *Las incidencias delictivas crecieron marginalmente en la mayoría de las entidades federativas durante abril*, 23 de mayo de 2022, [<pdf>](#)

Renta fija, tipo de cambio y commodities

- *Operación de Manejo de Pasivos*, 7 de octubre de 2022, [<pdf>](#)
- *OPEP+: Decide el mayor recorte de oferta global desde el inicio de la pandemia*, 5 de octubre de 2022, [<pdf>](#)
- *Perspectiva Semanal de Renta Fija y Tipo de Cambio*, 3 de octubre de 2022, [<pdf>](#)
- *Calendario de emisiones 4T22: Mayores montos en tasas fijas en vez de variables*, 30 de septiembre de 2022, [<pdf>](#)
- *Panorama de los Fondos de Pensiones a agosto de 2022*, 22 de septiembre de 2022, [<pdf>](#)
- *Idea de inversión: Pagar TIIIE-IRS (26x1), recibir SOFR de 2 años*, 18 de agosto de 2022, [<pdf>](#)
- *Resultados de la emisión sindicada de los Bondes G de 3 y 6 años*, 20 de julio de 2022, [<pdf>](#)
- *Resultados de la emisión sindicada del nuevo Bono M de 30 años Jul'53*, 29 de junio de 2022, [<pdf>](#)
- *Toma de utilidades en posición pagadora de TIIIE-IRS de 2 años (26x1)*, 4 de marzo de 2022, [<pdf>](#)
- *Nuevos niveles para proteger ganancias en recomendación de pagar TIIIE-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 TIIIE de Fondeo, Bondes F*, 18 de agosto de 2021, [<pdf>](#)

Mercado accionario

- *AEROPUERTOS: Continúa la fuerte demanda de pasajeros*, 7 de octubre de 2022, [<pdf>](#)
- *Flash OMA: El tráfico nacional sigue siendo el principal motor*, 6 de octubre de 2022, [<pdf>](#)
- *Flash ASUR: Sorprende favorablemente apoyado por fuerte desempeño en tráfico internacional*, 5 de octubre de 2022, [<pdf>](#)
- *Flash GAP: Mayor ritmo de crecimiento en la demanda*, 5 de octubre de 2022, [<pdf>](#)
- *Flash VOLAR: Continúan sólidos crecimientos en pasajeros, pero también las fuertes presiones en combustible*, 5 de octubre de 2022, [<pdf>](#)
- *Flash FEMSA: Resultado final de la oferta pública de adquisición de Valora*, 5 de octubre de 2022, [<pdf>](#)
- *Flash AMX: A punto de iniciar la cotización de Sites Latam*, 22 de septiembre de 2022, [<pdf>](#)
- *Flash AC: Colaboración estratégica con Coca-Cola*, 19 de septiembre de 2022, [<pdf>](#)
- *Flash LIVEPOL: Se anuncia inversión pasiva en acciones de Nordstrom*, 19 de septiembre de 2022, [<pdf>](#)
- *Flash GMEXICO: Llega a acuerdo para adquisición de Planigrupo*, 2 de septiembre de 2022, [<pdf>](#)
- *Resultados 2T22: Se confirman presiones en rentabilidad, pero destaca el dinamismo en ingresos*, 5 de agosto de 2022, [<pdf>](#)

Deuda Corporativa

- *Parámetro*, 3 de octubre de 2022, [<pdf>](#)
- *En el Horno*, 3 de octubre de 2022, [<pdf>](#)
- *Sectorial arrendadoras y crédito automotriz 2T22*, 9 de septiembre de 2022, [<pdf>](#)
- *Lo Último en Deuda Corporativa: AGOSTO 2022*, 8 de septiembre de 2022, [<pdf>](#)
- *PEMEX – Alza en precios del crudo favorecen resultados*, 28 de julio de 2022, [<pdf>](#)
- *Moody's bajó calificación de PEMEX a 'B1'; la perspectiva es estable*, 12 de julio de 2022, [<pdf>](#)
- *Evolución TFOVIS / FOVISCB: 1T22*, 17 de mayo de 2022, [<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 TIE-IRS (26x1), recibir SOFR de 2 años		18-ago.-22	
Pagar TIE-IRS de 2 años (26x1)	G	4-feb.-22	4-mar.-22
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, Juan Carlos Alderete Macal, Alejandro Cervantes Llamas, Manuel Jiménez Zaldívar, Marissa Garza Ostos, Katia Celina Goya Ostos, Francisco José Flores Serrano, José Luis García Casales, Víctor Hugo Cortes Castro, José Itzamna Espitia Hernández, Carlos Hernández García, Leslie Thalía Orozco Vélez, Hugo Armando Gómez Solís, Yazmín Selene Pérez Enríquez, Cintia Gisela Nava Roa, Miguel Alejandro Calvo Domínguez, Daniela Olea Suárez, José De Jesús Ramírez Martínez, Gerardo Daniel Valle Trujillo, Luis Leopoldo López Salinas, Isaías Rodríguez Sobrino, Paola Soto Leal, Daniel Sebastián Sosa Aguilar y Salvador Austria Valencia 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



María Fernanda Vargas Santoyo
Analista
maria.vargas.santoyo@banorte.com
(55) 1103 - 4000 x 2586

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



Cintia Gisela Nava Roa
Subdirector Economía Nacional
cintia.nava.roa@banorte.com
(55) 1103 - 4000



Luis Leopoldo López Salinas
Gerente 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



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



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



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



Isaias 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 x 1822



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



José De Jesús Ramírez Martínez
Subdirector Análisis Cuantitativo
jose.ramirez.martinez@banorte.com
(55) 1103 - 4000



Daniel Sebastián Sosa Aguilar
Gerente Análisis Cuantitativo
daniel.sosa@banorte.com
(55) 1103 - 4000 x 2124



Salvador Austria Valencia
Analista Análisis Cuantitativo
salvador.austria.valencia@banorte.com
(55) 1103 - 4000