

## COVID-19 y su impacto económico en México

- Nos encontramos en un momento muy turbulento y con altísimos niveles de incertidumbre
- Actualizamos nuestro marco macroeconómico 2020 para México
- Estimamos una contracción del PIB de 3.5% para México este año, bajo el supuesto de una contracción de 2.3% en EE.UU.
- Anticipamos un tipo de cambio para fin de este año en 22 pesos por dólar, mientras mantenemos nuestra proyección de inflación para cierre del año en 3.6%
- Modificamos nuestra estimación de la tasa de referencia de política monetaria para fin de año a 5.50%

**Momentos turbulentos a nivel global.** Es muy difícil pronosticar en momentos tan turbulentos como los que estamos viviendo y con este altísimo nivel de incertidumbre. Sin embargo, con la información disponible con la que contamos, actualizamos nuestro marco macroeconómico para México este año y proveemos de estimaciones para 2021. Si bien [anticipábamos una recesión económica global el año que entra](#), consideramos que la pandemia de COVID-19 la está adelantando a este año.

**Actualización del marco macroeconómico.** Si bien teníamos un alto grado de convicción de nuestro pronóstico de PIB para este año de 0.8%, la pandemia de COVID-19, que llega cuando el ciclo económico global se encuentra ‘extenuado’, tendrá un impacto significativo en el crecimiento de la economía mundial y de México. En este sentido, ahora anticipamos una contracción del PIB en México de 3.5% en este 2020, bajo el supuesto de una contracción del PIB en los Estados Unidos de 2.3%. En el gráfico de abajo a la izquierda exponemos los tres factores por los que estamos llevando a cabo nuestra revisión a la baja: (1) Disrupción de las cadenas de suministro a nivel global; (2) un supuesto de ocho semanas de cuarentena; y (3) el impacto de una recesión económica global, en algunos aspectos, similar a la de 2008-2009. En el recuadro a la derecha, actualizamos nuestros pronósticos de tipo de cambio, inflación y tasa de referencia de nuestro país para fin de este año.

20 de marzo 2020

www.banorte.com  
@analisis\_fundam

**Gabriel Casillas**

Director General Adjunto Análisis Económico y Relación con Inversionistas  
gabriel.casillas@banorte.com

**Alejandro Padilla**

Director Ejecutivo Análisis Económico y Estrategia Financiera de Mercados  
alejandro.padilla@banorte.com

**Juan Carlos Alderete, CFA**

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

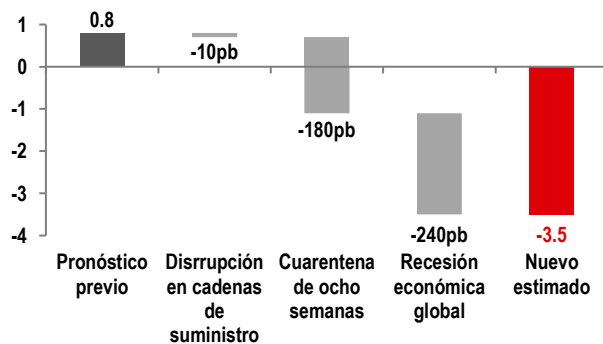
**Francisco Flores**

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

Documento destinado al público en general

**Estimado del PIB de 2020**

% a/a, contribución al cambio anual en puntos base



Fuente: Banorte

**Estimados macroeconómicos 2020 y 2021**

| Variable                | 2020   |        | 2021   |
|-------------------------|--------|--------|--------|
|                         | Actual | Previo | Actual |
| PIB EE.UU. (% a/a)      | -2.3   | 1.8    | 1.5    |
| PIB México (% a/a)      | -3.5   | 0.8    | 1.0    |
| Peso mexicano (USD/MXN) | 22.00  | 19.80  | 21.00  |
| Inflación (% a/a)       | 3.6    | 3.6    | 4.2    |
| Tasa de referencia (%)  | 5.50   | 6.50   | 5.00   |

Fuente: Banorte

**COVID-19 y la forma en la que se recuperarán las economías.** Todavía no tenemos claro cuál va a ser la duración y profundidad de esta recesión. Sobre todo porque todavía no se tiene conocimiento perfecto de la propagación de la pandemia de COVID-19 y cómo le va a afectar a nuestro país. Asimismo, tampoco sabemos con claridad si se va a detonar una recuperación en forma de ‘V’ o en forma de ‘L’. La ‘L’ se forma debido a que los agentes económicos ‘aprovechan’ este choque para ya no llevar a cabo inversiones o consumo de ciertos bienes porque la perspectiva hacia adelante no es promisoria. En los Estados Unidos podría haber una recuperación en ‘V’, sobre todo por la plétora de medidas de ajuste que está instrumentando el gobierno y el Banco de la Reserva Federal de ese país (Fed). Sin duda esto ayudará al crecimiento global y al de México. No obstante lo anterior, la falta de espacio fiscal y monetario en nuestro país podría no estar tan en línea con una recuperación tan vigorosa. Por ello estimamos un crecimiento del PIB para México de 1% en el 2021.

**¿Pronóstico optimista a la luz de 2009?** El PIB de México registró una contracción de 5.3% en 2009, mientras que el PIB de los Estados Unidos se contrajo 2.5%. Entonces, la pregunta es por qué -3.5%, si estamos pensando que la recesión puede ser similar a la de 2008-2009, tenemos un pronóstico un poco más promisorio. En nuestra opinión, hay tres razones fundamentales: (1) Esta no es una recesión en donde anticipamos una quiebra de bancos masiva en los Estados Unidos o en alguna economía avanzada, a diferencia de 2008-2009; (2) la correlación entre el crecimiento de Estados Unidos y el de México ha disminuido significativamente de 0.88 en el periodo 2001-2009, a 0.06 en el periodo 2010-2019, a pesar de que sin duda ambos países están altamente conectados en el sector manufacturero; y (3) la economía mexicana ya ha sufrido una desaceleración muy significativa desde 2018. Así, consideramos que estas tres circunstancias acotan nuestra contracción proyectada.

**Tipo de cambio e inflación.** En nuestra opinión, el tipo de cambio peso-dólar se encuentra lejos de los fundamentales macroeconómicos de nuestro país. Nuestros modelos apuntan a un tipo de cambio de equilibrio más cercano a 21-22 pesos por dólar. Es por ello que pronosticamos que este precio relativo vaya ajustándose gradualmente hacia esos niveles, cerrando en 22 pesos por dólar este año y en 21 pesos por dólar en 2021. En cuanto a la inflación, no modificamos nuestra proyección de 3.6% a fin de 2020 debido principalmente a dos factores: (1) Si bien la depreciación del tipo de cambio pone presión a componentes importantes del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC), el ‘traspaso’ del tipo de cambio a la inflación ha disminuido significativamente con respecto a los noventas o inicios de este siglo (ver recuadro gris a lado derecho), por lo que estimamos un impacto de 35 puntos base en la inflación general; sin embargo, (2) los precios de los energéticos se han desplomado. Si bien no sabemos con certeza si estas condiciones continuarán así todo el año, consideramos que dada la recesión global, no habrá mucho espacio para que esto ocurra y esto prácticamente restaría alrededor de 35 puntos base a la inflación general. Así, continuamos anticipando que la inflación cierre este año en 3.6%. Para 2021 anticipamos una inflación al cierre de ese año en 4.2%, principalmente explicada por efecto de base de comparación y la recuperación de algunos sectores que intentarán transferir sus mayores costos de ajuste a los consumidores.

**Disminución del ‘traspaso’ de tipo de cambio a la inflación en el tiempo**

En nuestros análisis hemos encontrado que hay una diferencia significativa entre el ‘traspaso’ (o ‘pass-through’) que se registraba en los noventas a 2004 o después de ese año a la actualidad. En los noventas, una depreciación del tipo de cambio de 10% se traducía en una inflación general adicional de 100 puntos base (pb), ocurría en un periodo de tres meses y no importaba la situación económica del país. Después de 2004, esa mismo 10% de depreciación provoca una inflación general adicional de 25pb que se distribuye en un periodo de nueve meses y en donde sí importa el nivel de la brecha de producto.

**Tasa de referencia.** En este marco de contracción económica y depreciación cambiaria significativa, pero inflación controlada, estimamos que la Junta de Gobierno del Banco de México continúe disminuyendo la tasa de referencia en 100 puntos base más este año, llevando la tasa a 5.50%. Esto representa un cambio importante de lo que anticipábamos antes, con un nivel de tasa al cierre de 2020 en 6.50%, el nivel actual. Consideramos que los miembros de la Junta de Gobierno serán prudentes en la conducción de política monetaria, para apoyar lo más posible a que la economía mexicana se pueda ajustar a estos choques globales, en un escenario de inflación moderada, sin que se observe un desanclaje del tipo de cambio.

## Certificación de los Analistas.

Nosotros, Gabriel Casillas Olivera, Alejandro Padilla Santana, Delia María Paredes Mier, Juan Carlos Alderete Macal, Manuel Jiménez Zaldívar, Marissa Garza Ostos, Tania Abdul Massih Jacobo, Francisco José Flores Serrano, Katia Celina Goya Ostos, Santiago Leal Singer, José Itzamna Espitia Hernández, Valentín III Mendoza Balderas, Víctor Hugo Cortes Castro, Hugo Armando Gómez Solís, Miguel Alejandro Calvo Domínguez, Luis Leopoldo López Salinas, Leslie Thalía Orozco Vélez, Gerardo Daniel Valle Trujillo, Jorge Antonio Izquierdo Lobato y Eridani Ruibal Ortega, certificamos que los puntos de vista que se expresan en este documento son reflejo fiel de nuestra opinión personal sobre la(s) compañía(s) o empresa(s) objeto de este reporte, de sus afiliadas y/o de los valores que ha emitido. Asimismo, declaramos que no hemos recibido, no recibimos, ni recibiremos compensación distinta a la de Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. por la prestación de nuestros servicios.

## Declaraciones relevantes.

Conforme a las leyes vigentes y los manuales internos de procedimientos, los Analistas tienen permitido mantener posiciones largas o cortas en acciones o valores emitidos por empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores y que pueden ser el objeto del presente reporte, sin embargo, los Analistas Bursátiles tienen que observar ciertas reglas que regulan su participación en el mercado con el fin de prevenir, entre otras cosas, la utilización de información privada en su beneficio y evitar conflictos de interés. Los Analistas se abstendrán de invertir y de celebrar operaciones con valores o instrumentos derivados directa o a través de interpósita persona, con Valores objeto del Reporte de análisis, desde 30 días naturales anteriores a la fecha de emisión del Reporte de que se trate, y hasta 10 días naturales posteriores a su fecha de distribución.

## Remuneración de los Analistas.

La remuneración de los Analistas se basa en actividades y servicios que van dirigidos a beneficiar a los clientes inversionistas de Casa de Bolsa Banorte y de sus filiales. Dicha remuneración se determina con base en la rentabilidad general de la Casa de Bolsa y del Grupo Financiero y en el desempeño individual de los Analistas. Sin embargo, los inversionistas deberán advertir que los Analistas no reciben pago directo o compensación por transacción específica alguna en banca de inversión o en las demás áreas de negocio. Actividades de las áreas de negocio durante los últimos doce meses.

### Actividades de las áreas de negocio durante los últimos doce meses.

**Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V.**, a través de sus áreas de negocio, brindan servicios que incluyen, entre otros, los correspondientes a banca de inversión y banca corporativa, a un gran número de empresas en México y en el extranjero. Es posible que hayan prestado, estén prestando o en el futuro brinden algún servicio como los mencionados a las compañías o empresas objeto de este reporte. Casa de Bolsa Banorte o sus filiales reciben una remuneración por parte de dichas corporaciones en contraprestación de los servicios antes mencionados.

En el transcurso de los últimos doce meses, Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V., no ha obtenido compensaciones por los servicios prestados por parte de la banca de inversión o por alguna de sus otras áreas de negocio de las siguientes empresas o sus filiales, alguna de las cuales podría ser objeto de análisis en el presente reporte.

### Actividades de las áreas de negocio durante los próximos tres meses.

Casa de Bolsa Banorte, Grupo Financiero Banorte o sus filiales esperan recibir o pretenden obtener ingresos por los servicios que presta banca de inversión o de cualquier otra de sus áreas de negocio, por parte de compañías emisoras o sus filiales, alguna de las cuales podría ser objeto de análisis en el presente reporte.

### Tenencia de valores y otras revelaciones.

Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. no mantiene inversiones, al cierre del último trimestre, directa o indirectamente, en valores o instrumentos financieros derivados, cuyo subyacente sean valores, objeto de recomendaciones, que representen el 1% o más de su cartera de inversión de los valores en circulación o el 1% de la emisión o subyacente de los valores emitidos.

Ninguno de los miembros del Consejo, directores generales y directivos del nivel inmediato inferior a éste de Casa de Bolsa Banorte, Grupo Financiero Banorte, funge con algún cargo en las emisoras que pueden ser objeto de análisis en el presente documento.

Los Analistas de Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. no mantienen inversiones directas o a través de interpósita persona, en los valores o instrumentos derivados objeto del reporte de análisis.

### Guía para las recomendaciones de inversión.

|                 | Referencia   |
|-----------------|--|
| <b>COMPRA</b>   | Cuando el rendimiento esperado de la acción sea mayor al rendimiento estimado del IPC.   |
| <b>MANTENER</b> | Cuando el rendimiento esperado de la acción sea similar al rendimiento estimado del IPC. |
| <b>VENTA</b>    | Cuando el rendimiento esperado de la acción sea menor al rendimiento estimado del IPC.   |

Aunque este documento ofrece un criterio general de inversión, exhortamos al lector a que busque asesorarse con sus propios Consultores o Asesores Financieros, con el fin de considerar si algún valor de los mencionados en el presente reporte se ajusta a sus metas de inversión, perfil de riesgo y posición financiera.

### Determinación de precios objetivo

Para el cálculo de los precios objetivo estimado para los valores, los analistas utilizan una combinación de metodologías generalmente aceptadas entre los analistas financieros, incluyendo de manera enunciativa, más no limitativa, el análisis de múltiplos, flujos descontados, suma de las partes o cualquier otro método que pudiese ser aplicable en cada caso específico conforme a la regulación vigente. No se puede dar garantía alguna de que se vayan a lograr los precios objetivo calculados para los valores por los analistas de Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V., ya que esto depende de una gran cantidad de diversos factores endógenos y exógenos que afectan el desempeño de la empresa emisora, el entorno en el que se desempeña e influyen en las tendencias del mercado de valores en el que cotiza. Es más, el inversionista debe considerar que el precio de los valores o instrumentos puede fluctuar en contra de su interés y ocasionarle la pérdida parcial y hasta total del capital invertido.

La información contenida en el presente reporte ha sido obtenida de fuentes que consideramos como fidedignas, pero no hacemos declaración alguna respecto de su precisión o integridad. La información, estimaciones y recomendaciones que se incluyen en este documento son vigentes a la fecha de su emisión, pero están sujetas a modificaciones y cambios sin previo aviso; Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. no se compromete a comunicar los cambios y tampoco a mantener actualizado el contenido de este documento. Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. no acepta responsabilidad alguna por cualquier pérdida que se derive del uso de este reporte o de su contenido. Este documento no podrá ser fotocopiado, citado, divulgado, utilizado, ni reproducido total o parcialmente sin previa autorización escrita por parte de, Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V.

**GRUPO FINANCIERO BANORTE S.A.B. de C.V.**

| <b>Dirección General Adjunta de Análisis Económico y Relación con Inversionistas</b> |   |  |                         |
|--|---|--|-------------------------|
| Gabriel Casillas Olvera  | Director General Adjunto Análisis Económico y Relación con Inversionistas       | gabriel.casillas@banorte.com           | (55) 4433 - 4695        |
| Raquel Vázquez Godínez   | Asistente Dir. General Adjunta Análisis Económico y Relación con Inversionistas | raquel.vazquez@banorte.com             | (55) 1670 - 2967        |
| Lourdes Calvo Fernández  | Analista (Edición)  | lourdes.calvo@banorte.com              | (55) 1103 - 4000 x 2611 |
| <b>Análisis Económico y Estrategia Financiera de Mercados</b>                        |   |  |                         |
| Alejandro Padilla Santana  | Director Ejecutivo Análisis Económico y Estrategia Financiera de Mercados       | alejandro.padilla@banorte.com          | (55) 1103 - 4043        |
| Itzel Martínez Rojas   | Analista  | itzel.martinez.rojas@banorte.com       | (55) 1670 - 2251        |
| <b>Análisis Económico</b>  |   |  |                         |
| Juan Carlos Alderete Macal, CFA  | Director Análisis Económico   | juan.alderete.macal@banorte.com        | (55) 1103 - 4046        |
| Francisco José Flores Serrano  | Subdirector Economía Nacional   | francisco.flores.serrano@banorte.com   | (55) 1670 - 2957        |
| Katia Celina Goya Ostos  | Subdirector Economía Internacional  | katia.goya@banorte.com                 | (55) 1670 - 1821        |
| Luis Leopoldo López Salinas  | Analista Economía Internacional   | luis.lopez.salinas@banorte.com         | (55) 1103 - 4000 x 2707 |
| <b>Estrategia de Mercados</b>  |   |  |                         |
| Manuel Jiménez Zaldívar  | Director Estrategia de Mercados   | manuel.jimenez@banorte.com             | (55) 5268 - 1671        |
| <b>Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio</b>                                     |   |  |                         |
| Santiago Leal Singer   | Subdirector Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio                           | santiago.leal@banorte.com              | (55) 1670 - 2144        |
| Leslie Thalía Orozco Vélez   | Gerente Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio                               | leslie.orozco.velez@banorte.com        | (55) 5268 - 1698        |
| <b>Análisis Bursátil</b>   |   |  |                         |
| Marissa Garza Ostos  | Director Análisis Bursátil  | marissa.garza@banorte.com              | (55) 1670 - 1719        |
| José Itzamna Espitia Hernández   | Subdirector Análisis Bursátil   | jose.espitia@banorte.com               | (55) 1670 - 2249        |
| Valentín III Mendoza Balderas  | Subdirector Análisis Bursátil   | valentin.mendoza@banorte.com           | (55) 1670 - 2250        |
| Víctor Hugo Cortes Castro  | Subdirector Análisis Técnico  | victorh.cortes@banorte.com             | (55) 1670 - 1800        |
| Jorge Antonio Izquierdo Lobato   | Analista  | jorge.izquierdo.lobato@banorte.com     | (55) 1670 - 1746        |
| Eridani Ruibal Ortega  | Analista  | eridani.ruibal.ortega@banorte.com      | (55) 1103 - 4000 x 2755 |
| <b>Análisis Deuda Corporativa</b>  |   |  |                         |
| Tania Abdul Massih Jacobo  | Director Deuda Corporativa  | tania.abdul@banorte.com                | (55) 5268 - 1672        |
| Hugo Armando Gómez Solís   | Subdirector Deuda Corporativa   | hugoa.gomez@banorte.com                | (55) 1670 - 2247        |
| Gerardo Daniel Valle Trujillo  | Gerente Deuda Corporativa   | gerardo.valle.trujillo@banorte.com     | (55) 1670 - 2248        |
| <b>Estudios Económicos</b>   |   |  |                         |
| Delia María Paredes Mier   | Director Ejecutivo Estudios Económicos  | delia.paredes@banorte.com              | (55) 5268 - 1694        |
| Miguel Alejandro Calvo Domínguez   | Subdirector Estudios Económicos   | miguel.calvo@banorte.com               | (55) 1670 - 2220        |
| <b>Banca Mayorista</b>   |   |  |                         |
| Armando Rodal Espinosa   | Director General Banca Mayorista  | armando.rodal@banorte.com              | (81) 8319 - 6895        |
| Alejandro Eric Faesi Puente  | Director General Adjunto de Mercados y Ventas Institucionales                   | alejandro.faesi@banorte.com            | (55) 5268 - 1640        |
| Alejandro Aguilar Ceballos   | Director General Adjunto de Administración de Activos                           | alejandro.aguilar.cebillos@banorte.com | (55) 5268 - 9996        |
| Arturo Monroy Ballesteros  | Director General Adjunto Banca Inversión Financ. Estruct.                       | arturo.monroy.ballesteros@banorte.com  | (55) 5004 - 1002        |
| Gerardo Zamora Nanez   | Director General Adjunto Banca Transaccional y Arrendadora y Factor             | gerardo.zamora@banorte.com             | (81) 8318 - 5071        |
| Jorge de la Vega Grajales  | Director General Adjunto Gobierno Federal                                       | jorge.delavega@banorte.com             | (55) 5004 - 5121        |
| Luis Pietrini Sheridan   | Director General Adjunto Banca Patrimonial y Privada                            | luis.pietrini@banorte.com              | (55) 5004 - 1453        |
| René Gerardo Pimentel Ibarrola   | Director General Adjunto Banca Corporativa e Instituciones Financieras          | pimentelr@banorte.com                  | (55) 5268 - 9004        |
| Ricardo Velázquez Rodríguez  | Director General Adjunto Banca Internacional                                    | rvelazquez@banorte.com                 | (55) 5004 - 5279        |
| Víctor Antonio Roldan Ferrer   | Director General Adjunto Banca Empresarial                                      | victor.roldan.ferrer@banorte.com       | (55) 5004 - 1454        |