

PAF 2024: Se privilegiará al mercado local para satisfacer las mayores necesidades de recursos

- La semana pasada, la SHCP publicó el *Plan Anual de Financiamiento (PAF) 2024*. En el documento estima que los Requerimientos Financieros de las Entidades del Sector Público alcanzarán \$5,582.6 mil millones (US\$ 326.4 mil millones), lo que representa 16.2% del PIB. De este monto, \$3,397.3 mil millones (US\$ 198.6 mil millones) serían por concepto de amortizaciones (-3.3% a/a o 9.9% del PIB), mientras que \$2,185.4 mil millones (US\$ 128.5 mil millones) serían por concepto del déficit fiscal (+61.6% a/a o 6.3% del PIB). Con ello, los requerimientos de 2024 son un punto porcentual mayor al 15.2% de 2023
- Para el Gobierno Federal, la SHCP estima necesidades por \$4,250.7 mil millones (US\$ 248.6 mil millones), equivalente a 12.4% del PIB. Por un lado, \$1,906.1 mil millones (US\$ 111.5 mil millones) serán requeridos para financiar el déficit fiscal. Esto último equivale a 5.5% del PIB, en línea con lo aprobado por el Congreso en la Ley de Ingresos de la Federación (LIF) y mayor al 3.7% estimado para este año. Por otro lado, las amortizaciones de deuda serán de \$2,344.7 mil millones (US\$ 137.1 mil millones), equivalente a 6.8% del PIB y menor al 7.7% del PIB de 2023
- El PAF 2024 mantiene la intención del Gobierno Federal de priorizar la colocación de deuda en el mercado local. Además, continúa con el desarrollo de instrumentos con criterios ASG (Ambiental, Social y de Gobernanza) en el mercado local y externo, promoviendo la liquidez de todas las curvas de rendimiento soberanas. En 2023, el Gobierno Federal publicó la *Estrategia de Movilización de Financiamiento Sostenible* y realizó colocaciones de Bonos Sostenibles en el mercado local e internacional dirigidos a reducir las brechas sociales y ambientales
- Los cinco pilares de la estrategia de manejo de pasivos son: (1) Cubrir las necesidades de financiamiento a un costo y riesgo adecuados; (2) mejorar el perfil de vencimientos de deuda y sus características; (3) propiciar la colocación de Bonos Sostenibles; (4) realizar un manejo integral de riesgos del portafolio de deuda pública; y (5) mantener la sostenibilidad de la deuda pública
- Para el cierre de 2023 y 2024, se estima que el SHRFSP sea del 46.5% y 48.8% del PIB, respectivamente. Para los próximos años, esperan una trayectoria estable
- El aumento de la oferta de deuda soberana podría ejercer algunas presiones alcistas a las tasas de interés en el mercado, aunque esto podría ser contrarrestado parcialmente por una mayor demanda local

Requerimientos financieros del Sector Público para 2024

Miles de millones de pesos (mmp) y % del PIB

	Amortizaciones		Déficit		Total	
	mmp	%	mmp	%	mmp	%
Gobierno Federal	2,344.7	6.8	1,906.1	5.5	4,250.7	12.4
EPEs	196.7	0.6	-145.0	-0.4	51.7	0.2
Banca de Desarrollo*	581.2	1.7	315.3	0.9	896.5	2.6
Otros	274.7	0.8	109.0	0.3	383.7	1.1
Total	3,397.3	9.9	2,185.4	6.3	5,582.6	16.2

Nota: Las sumas podrían no coincidir debido al redondeo

Fuente: SHCP, EPEs = Empresas Productivas del Estado, *Para Banca de Desarrollo es Financiamiento Neto



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



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



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



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



[@analisis_fundam](http://www.banorte.com/analiseconomico)

Ganadores del premio 2023 a los mejores pronosticadores económicos de México, otorgado por *Focus Economics*

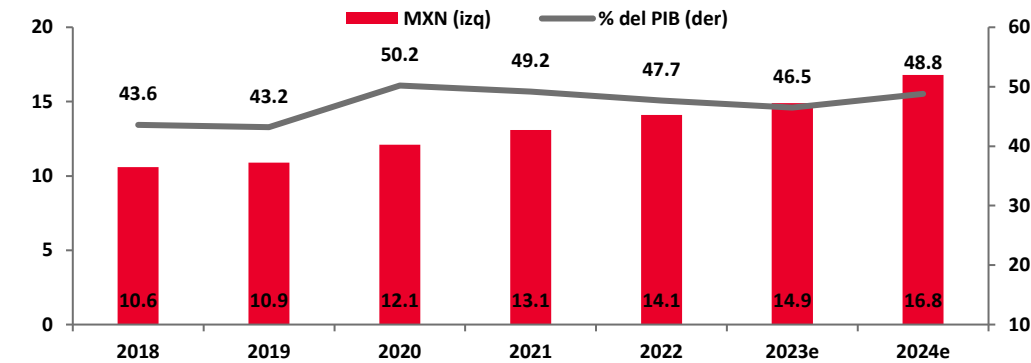


Documento destinado al público en general

Incremento en las necesidades de financiamiento del Sector Público para el próximo año. El PAF 2024 presenta las líneas de acción, objetivos y estrategias de la política de deuda del Sector Público, integrado por el Gobierno Federal, las Empresas Productivas del Estado (EPEs), la Banca de Desarrollo y otros emisores del Sector Público. La SHCP estima que las necesidades de financiamiento del Sector Público sean de 16.2% del PIB (vs 15.2% estimado para 2023). Por su parte, el Saldo Histórico de los Requerimientos Financieros del Sector Público (SHRFSP), la medida más amplia de la deuda pública, alcanzará 48.8% del PIB vs el 46.5% proyectado al cierre de este año.

Saldo Histórico de los Requerimientos Financieros del Sector Público (SHRFSP)

Miles de millones de pesos, % del PIB

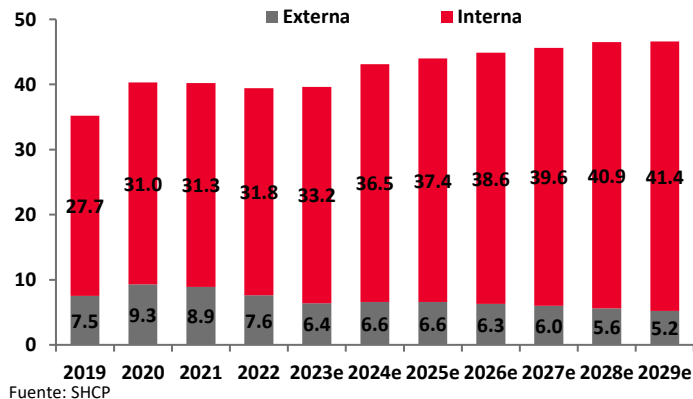


Fuente: SHCP

La deuda del Gobierno Federal aumentará, pero se mantiene en niveles manejables. La SHCP estima que al cierre de 2023 la deuda bruta del Gobierno Federal representará el 39.6% del PIB. Para 2024, podría aumentar a 43.1% derivado de un mayor déficit fiscal aprobado en la Ley de Ingresos. Además, el plazo promedio de la deuda interna y externa se estima en 7.7 y 18.9 años, respectivamente. Resalta también la expectativa de una reducción moderada de la duración en ambos casos, probablemente influenciado en buena medida por el incremento de las tasas de interés derivado del ciclo restrictivo de los bancos centrales.

Deuda bruta del Gobierno Federal

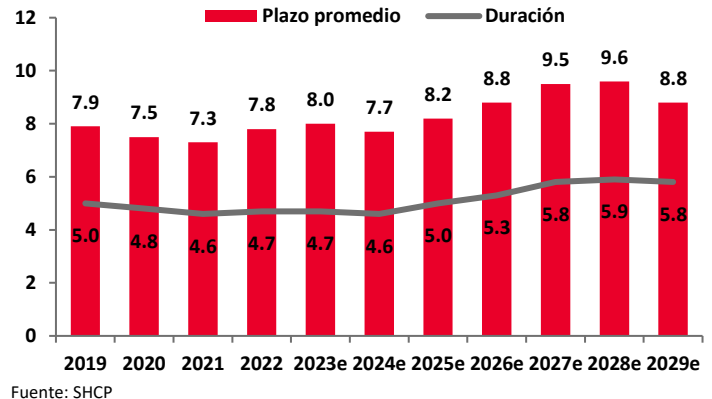
% del PIB



Fuente: SHCP

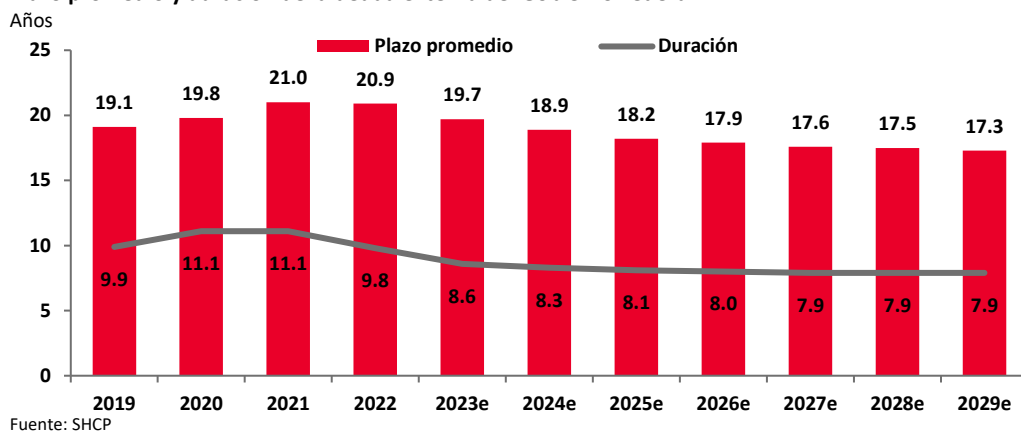
Plazo promedio y duración de valores gubernamentales en el mercado local

Años



Fuente: SHCP

Plazo promedio y duración de la deuda externa del Gobierno Federal



En términos del perfil de vencimientos, 52% y 20% de la deuda interna y externa vencerá en los próximos cuatro años (2024-2027), respectivamente. En este sentido, el Gobierno Federal seguirá realizando un eficiente manejo de pasivos para mejorar dicho perfil y permanecerá activo en la búsqueda de ventanas de oportunidad en los mercados financieros con el objetivo de satisfacer sus necesidades de financiamiento, adaptando su estrategia a las condiciones prevalecientes en el entorno económico y financiero. Para ello, la estrategia de manejo de deuda para 2024 tomará como base los siguientes elementos:

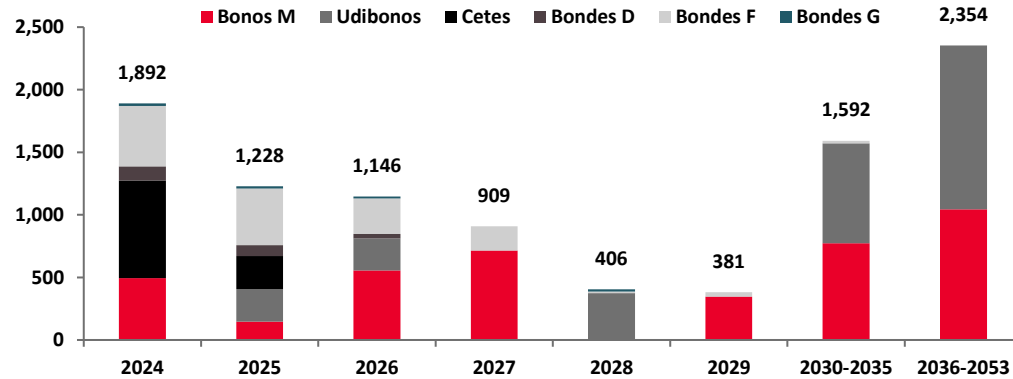
- Cubrir las necesidades de financiamiento del Gobierno Federal, a un nivel de costo y riesgo adecuado considerando las condiciones de mercado prevalecientes;
- Mejorar el perfil de vencimientos de deuda y sus características;
- Continuar con el desarrollo del mercado de Bonos Sostenibles;
- Realizar un manejo integral de los riesgos del portafolio de deuda pública; y
- Mantener la trayectoria de la deuda pública en una senda estable respecto al PIB

Para el Gobierno Federal, la SHCP estima las necesidades de financiamiento en \$4,250.7 mil millones, equivalente a 12.4% del PIB. Por un lado, \$1,906.1 mil millones serán requeridos para financiar el déficit fiscal (5.5% del PIB). Por otro lado, las amortizaciones de deuda serán de \$2,344.7 mil millones (6.8% del PIB). Esta última representaría una contracción de 7.7% a/a. En particular, \$2,279.8 mil millones (-4.7% a/a) corresponderían a deuda interna y \$64.9 mil millones (-14.0% a/a) a deuda externa.

El programa de subastas de valores gubernamentales en el mercado local mantendrá su flexibilidad para adaptarse a las condiciones prevalecientes en los mercados financieros y seguirá siendo la principal fuente de financiamiento. El endeudamiento externo se utilizará de manera estratégica y complementaria al crédito interno, siempre que puedan alcanzarse las condiciones óptimas de costo y plazo. En este contexto, el Gobierno Federal ha realizado diversas operaciones de manejo de pasivos para mitigar el riesgo de refinanciamiento y reducir las presiones de liquidez. En los últimos años, la proporción de deuda de corto plazo se ha mantenido debajo de 25% para la deuda interna y ha sido menor al 5% para la deuda externa. Las siguientes gráficas muestran el perfil de vencimientos para ambos rubros.

Perfil de vencimientos de la deuda interna del Gobierno Federal*

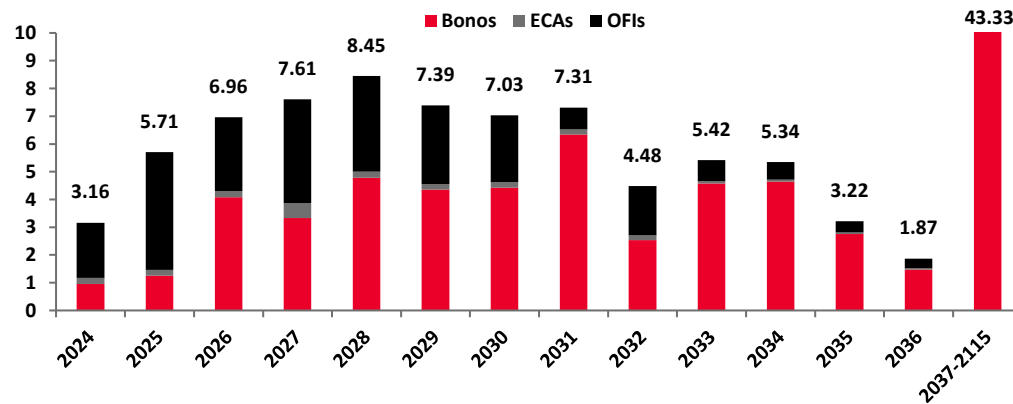
Miles de millones de pesos, cifras proyectadas



Fuente: SHCP, *Con datos el 30 de septiembre

Perfil de vencimientos de la deuda externa del Gobierno Federal*

Miles de millones de dólares, cifras proyectadas

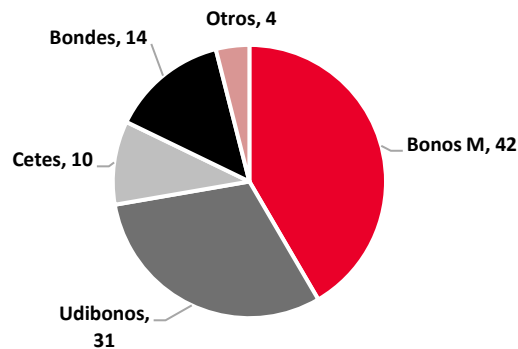


Fuente: SHCP, *Con datos la 30 de septiembre

Ejecución prudente de la estrategia fiscal. En nuestra opinión, la estructura de la deuda interna y externa refleja la ejecución prudente de la estrategia fiscal y del manejo de las necesidades de liquidez del Gobierno Federal. Como se puede apreciar en las siguientes gráficas, la mayor parte de la deuda interna se encuentra en Bonos M, mientras que la mayoría de la deuda externa está en los mercados de capitales.

Composición de la deuda interna del Gobierno Federal

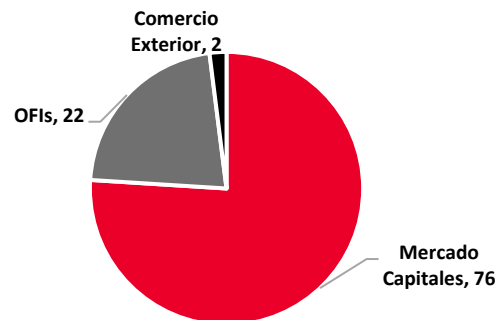
%



Fuente: SHCP

Composición de la deuda externa del Gobierno Federal

%



Fuente: SHCP

Diseño de Instrumentos Financieros alineados a los Criterios ASG (Ambientales, Sociales y de Gobernanza). El Gobierno Federal dará continuidad a su Política de Deuda Sostenible alineada a los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) de la Organización de las Naciones Unidas (ONU). Lo anterior como parte del marco de sustentabilidad, responsabilidad social y las metas de la Agenda 2030 a través del Presupuesto de Egresos de la Federación. Vale la pena recordar que en 2023 se emitió por primera vez un Bono Sostenible a tasa fija en el mercado local, el [Bono S](#), por un total de \$23 mil millones. Con ello, el Gobierno Federal logró consolidar cinco curvas de rendimiento en moneda extranjera y local. En específico, a diciembre de 2023 se han emitido Bonos Sostenibles por un total de \$237.3 mil millones distribuidos en dólares norteamericanos, euros, yenes y pesos mexicanos (tasa fija y variable). De este monto, \$98 mil millones se colocaron en el mercado local, representando el 41%. Para 2024 se continuará con el desarrollo del mercado sostenible, buscando nuevas emisiones a distintos plazos. La emisión de bonos es un pilar dentro de la *Estrategia de Movilización de Financiamiento Sostenible* presentada en septiembre 2023. En este sentido, el Gobierno Federal buscará avanzar en la consolidación del mercado y las curvas de deuda sostenible mediante las siguientes actividades estratégicas:

- Alinear los Marcos de Referencia de Bonos Soberanos ODS y Bonos temáticos de la Banca de Desarrollo con la Taxonomía Sostenible de México
- Impulsar las emisiones de bonos temáticos por parte del Gobierno Federal y la Banca de Desarrollo en México y los mercados internacionales con el objetivo de consolidar la curva de bonos sostenibles
- Colaborar con instancias donde participa el sector privado para fomentar el aumento de las emisiones corporativas temáticas, tales como el Consejo Mexicano de Finanzas Sostenibles, Asociaciones Gremiales y Bolsas de Valores

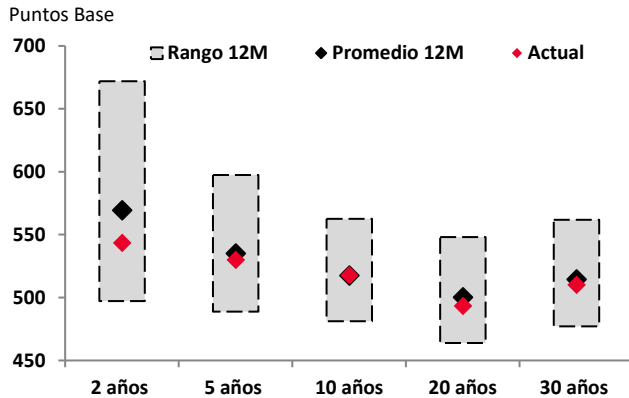
Continuará la estrategia de gestión integral de riesgos del portafolio. El Gobierno Federal implementa una estrategia integral de gestión de riesgos con instrumentos derivados como parte central de un sólido compromiso con la estabilidad económica y las finanzas públicas. Esta estrategia tiene como uno de sus principales objetivos mitigar la volatilidad del balance financiero a través del control del costo financiero, lo cual incluye un programa de coberturas con instrumentos derivados frente a escenarios de alta volatilidad en el servicio de la deuda. El Gobierno Federal realizó diversas acciones para mitigar la exposición al riesgo de tipo de cambio en el portafolio y mantener la deuda en una trayectoria sostenible. Se anticipa que la estructura de la deuda externa del Gobierno Federal por divisa finalice el 2023 con la siguiente distribución: 66.6% en dólares norteamericanos, 17.0% en euros, 4.4% en yenes, 1.5% en libras esterlinas, 1.8% en francos suizos y 8.7% en otras monedas. Desde 2018, el Gobierno Federal ha reducido la exposición al dólar, con el 73.9% de la deuda externa denominada dicha moneda.

El aumento de la oferta de deuda soberana podría ejercer algunas presiones alcistas a las tasas de interés en el mercado, aunque esto podría ser contrarrestado parcialmente por una mayor demanda local. Como fue expuesto a lo largo de este documento, en 2024 el mercado interno continuará como la principal fuente de financiamiento del Gobierno Federal. Con ello, los cambios en los programas trimestrales de subastas de valores gubernamentales (Bonos M, Udibonos, Cetes y Bondes F, así como Bondes G y Bonos S que cuentan con criterios ASG) serán muy relevantes. [Para el 1T24](#), la oferta de deuda a tasa fija y revisable aumentará considerablemente. Respecto a los primeros, el monto a colocar de los Bondes F será de \$147,850 millones, equivalente a un aumento de 40.3% t/t. El mayor ajuste estuvo en el plazo de 1 año, alcanzando \$56,000 millones (+20,000 millones). Respecto a los segundos, la colocación de los Bonos M será de \$168,500 millones (+24.4% t/t), con el incremento concentrado en la zona de 3 años (+22,000 millones). En tanto, la colocación de Udibonos será de UDIS 13,000 millones (+18.8% t/t), con el mayor aumento en instrumentos de 20 años

(+1,300 millones). Una mayor oferta de deuda podría generar dudas sobre si el mercado será capaz de absorberla, lo que a su vez podría inducir un incremento en las tasas de interés (como lo observamos en el mercado norteamericano durante el 3T23). Sin embargo, la SHCP consideró varios factores que podrían ayudar a contrarrestar este potencial efecto. Entre ellos, un crecimiento de la demanda local en función de las expectativas inflacionarias (a la baja) y el momento de los ciclos de política monetaria. Ante esta coyuntura, el Gobierno dará preferencia a los instrumentos a tasa fija y de largo plazo.

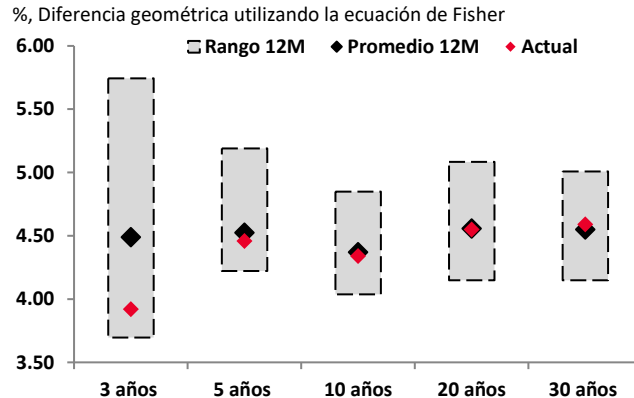
Es importante recordar que el desempeño del mercado de renta fija estará influenciado por el inicio de los recortes de las tasas de interés por parte de Banxico y de la Reserva Federal, así como por las condiciones generales de liquidez. Bajo esta coyuntura, consideramos que el apetito por los Cetes se mantendrá robusto, al menos en el corto plazo, debido a los atractivos niveles de las tasas reales de interés, que se encuentran cercanas al 7.00%. Sin embargo, se irá reduciendo conforme se consolide el ciclo acomodaticio. En específico, [estimamos el primer recorte de 25pb de Banxico en marzo de 2024](#), con bajas acumuladas de 200pb durante el próximo año. Tras el reciente *rally* en los Bonos M, los inversionistas extranjeros incrementaron su tenencia a máximos de cuatro meses de 32.7% del total en circulación desde mínimos de más de dos décadas (30.9%) a finales de septiembre. Sin embargo, ahora la mayoría de los Bonos M reflejan una valuación relativamente justa de acuerdo con nuestro análisis de rendimiento ajustado por duración. Inclusive, algunos nodos empiezan a lucir caros, por ejemplo: Mar'25 y May'29. Adicionalmente, los diferenciales respecto a los *Treasuries* también están relativamente bajos (gráfica abajo, izquierda). En cuanto a las tasas reales, consideramos que los Udibonos de corto plazo reflejan una valuación relativamente más atractiva, sobre todo con *breakevens* de inflación debajo de 4.00% (gráfica abajo, derecha). A inicios de año, podríamos observar una demanda más moderada. En este contexto, nos mantenemos a la espera de mejores niveles de entrada para nuevas posiciones.

Diferencial entre Bonos M y Treasuries



Fuente: Bloomberg, PIP, Banorte

Inflación implícita con Bonos M y Udibonos



Fuente: PIP, Banorte

Ideas de inversión más recientes				
Recomendación	P/G	Apertura	Cierre	
Steeper 2-10 años en TII-IRS		13-oct.-23		
Invertir en Bono M Dic'24	G	16-jun.-23	22-jun.-23	
Pagar TII-IRS (26x1), recibir SOFR de 2 años	P	18-ago.-22	28-oct.-22	
Pagar TII-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 TII-IRS de 6 meses (6x1)	G	17-dic.-20	03-mar.-21	
Invertir en Udibono Nov'23	P	11-feb.-21	26-feb.-21	
Invertir en Bonos M May'29 y Nov'38	G	7-sep.-20	18-sep.-20	
Invertir en Udibono Dic'25	G	23-jul.-20	10-ago.-20	
Invertir en Udibono Nov'35	G	22-may.-20	12-jun.-20	
Invertir en Bono M May'29	G	5-may.-20	22-may.-20	
Largos tácticos en IRS de 1 y 2 años	G	20-mar.-20	24-abr.-20	
Invertir en Udibono Nov'28	G	31-ene.-20	12-feb.-20	
Invertir en Udibono Jun'22	G	9-ene.-20	22-ene.-20	
Invertir en Bono M Nov'47	P	25-oct.-19	20-nov.-19	
Invertir en Bonos M Nov'38 y Nov'42	G	16-ago.-19	24-sep.-19	
Invertir en Bonos M de corto plazo	G	19-jul.-19	2-ago.-19	
Invertir en Bono M Nov'42	P	5-jul.-19	12-jul.-19	
Invertir en Bonos M Nov'36 y Nov'38	G	10-jun.-19	14-jun.-19	
Invertir en Bonos M Jun'22 y Dic'23	G	9-ene.-19	12-feb.-19	
Invertir en Bondes D	G	31-oct.-18	3-ene.-19	
Invertir en Udibono Jun'22	P	7-ago.-18	31-oct.-18	
Invertir en Bondes D	G	30-abr.-18	3-ago.-18	
Invertir en Bonos M de 20 a 30 años	G	25-jun.-18	9-jul.-18	
Cortos en Bonos M	G	11-jun.-18	25-jun.-18	
Invertir en Udibono Jun'19	G	7-may.-18	14-may.-18	
Invertir en Bonos M de 7 a 10 años	P	26-mar.-18	23-abr.-18	
Invertir en Udibono Jun'19	G	20-mar.-18	26-mar.-18	
Invertir en Bonos M de 5 a 10 años	G	5-mar.-18	20-mar.-18	
Invertir en Bondes D	G	15-ene.-18	12-mar.-18	
Invertir en UMS (USD) de 10 años Nov'28	P	15-ene.-18	2-feb.-18	

G=Ganancia, P=Pérdida

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

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

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 TII-E-IRS	28pb	43pb	18pb	31pb	G ²	15-feb.-17	15-mar.-17
Steepener 5-10 años en TII-E-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 TII-E-IRS 1 año (13x1)	3.92%	3.67%	4.10%	3.87% ¹	G	12-nov.-15	8-feb.-16
Largo dif TII-E-28 vs US Libor de 10 años	436pb	410pb	456pb	410pb	G	30-sep.-15	23-oct.-15
Recibir TII-E-IRS 9 meses (9x1)	3.85%	3.65%	4.00%	3.65%	G	3-sep.-15	18-sep.-15
Dif.TII-E-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 TII-E-IRS 3 meses (3x1)	3.24%	3.32%	3.20%	3.30%	G	29-ene.-15	29-ene.-15
Pagar TII-E-IRS 9 meses (9x1)	3.28%	3.38%	3.20%	3.38%	G	29-ene.-15	29-ene.-15
Pagar TII-E-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 TII-E-IRS 2 años (26x1)	3.75%	3.55%	3.90%	3.90%	P	11-jul.-14	10-sep.-14
Recibir TII-E-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 TII-E-IRS 6 meses (6x1)	3.83%	3.65%	4.00%	3.81%	G	10-oct.-13	25-oct.-13
Recibir TII-E-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 TII-E-IRS 9 meses (9x1)	4.50%	4.32%	4.65%	4.31%	G	21-jun.-13	12-jul.-13
Diferencial TII-E-Libor 10 años	390pb	365pb	410pb	412pb	P	7-jun.-13	11-jun.-13
Recibir TII-E-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 TII-E-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 TII-E-IRS 1 año (13x1)	4.87%	4.70%	5.00%	4.69%	G	11-ene.-13	24-ene.-13
Recibir TII-E Pagar Mbono 10 años	46pb	35pb	54pb	54pb	P	19-oct.-12	8-mar.-13
Diferencial TII-E-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

Registro histórico de recomendaciones direccionales en el mercado cambiario							
Recomendación	Entrada	Objetivo	Stop-loss	Cierre	P/G*	Apertura	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

G = Ganancia, P = Pérdida

Glosario de términos y anglicismos

- **ABS:** Acrónimo en inglés de *Asset Backed Securities*. Son instrumentos financieros, típicamente de renta fija, que están respaldados por los flujos de efectivo generados por los ingresos futuros de una serie de activos, típicamente otros créditos, préstamos, arrendamientos y cuentas por cobrar, entre otros.
- **Backtest:** Se refiere a los métodos estadísticos que tienen el objetivo de evaluar la precisión de un modelo de predicción con base en cifras históricas.
- **Backwardation:** Situación en la cual el precio actual de un activo financiero está por encima de los precios a los que se cotiza el mismo subyacente en los mercados de futuros.
- **Bbl:** Abreviación de “barril”, medida estándar de cotización del petróleo en los mercados financieros.
- **Belly:** En los mercados de renta fija, se refiere a los instrumentos que se encuentran en la “sección media” de la curva de rendimientos, típicamente aquellos con vencimientos mayores a 2 años y por debajo de 10 años.
- **Benchmark(s):** Punto de referencia respecto al cual se compara y evalúa una medida. En teoría de portafolios, se refiere al estándar establecido bajo el cual una estrategia de inversión es comparada para evaluar su desempeño.
- **Black Friday:** Día enfocado a ventas especiales y descuentos en Estados Unidos de América, que ocurre el viernes posterior al jueves de Acción de Gracias.
- **BoE:** Acrónimo en inglés de *Bank of England* (Banco de Inglaterra), la autoridad monetaria del Reino Unido.
- **Breakeven(s):** Nivel de inflación esperada en un plazo determinado que sería necesario para obtener el mismo rendimiento al invertir en un instrumento de renta fija denominado en tasa nominal o real.
- **Carry:** Estrategia basada en pedir recursos prestados a una tasa de interés baja para invertir lo obtenido en un activo financiero con un mayor rendimiento esperado. Puede también referirse al rendimiento o pérdida obtenida bajo el supuesto de que los precios de los activos se mantienen constantes al nivel actual durante el horizonte de inversión.
- **Commodities:** También conocidos como materias primas. Son bienes que son intercambiados en los mercados financieros. Típicamente, se dividen en tres grandes categorías: agrícolas y pecuarios, energéticos y metales.
- **Contango:** Situación en la cual el precio actual de un activo financiero está por debajo de los precios a los que se cotiza el mismo subyacente en los mercados de futuros.
- **CPI - Consumer Price Index:** se refiere al índice de inflación al consumidor.
- **CPI Core – Consumer Price Index Subyacente:** se refiere al índice de inflación al consumidor excluyendo alimentos y energía.
- **Death cross:** En el análisis técnico, la dinámica en la cual el promedio móvil de 50 días del precio de un activo perfora a la baja al promedio móvil de 200 días.
- **Default:** Impago de la deuda.
- **Dot plot:** Gráfico de estimados de los miembros del Fed para la tasa de referencia.
- **Dovish:** El sesgo de un banquero central hacia el relajamiento de la política monetaria, comúnmente expresando una preferencia por reducir las tasas de interés y/o incrementar la liquidez en el sistema financiero.
- **Dummy:** En el análisis de regresión, variable que puede tomar un valor de cero o uno y que se utiliza para representar factores que son de una naturaleza binaria, e.g. que son observados o no.
- **EBITDA:** Acrónimo en inglés de *Earnings Before Interest and Taxes, Depreciation and Amortization*. En contabilidad, ganancias de operación antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización.
- **ECB:** Acrónimo en inglés del *European Central Bank* (Banco Central Europeo), la autoridad monetaria de la Eurozona.
- **EIA:** Acrónimo en inglés del *Energy Information Administration* (Administración de Información Energética), dependencia de EE.UU. encargada de recolectar, analizar y diseminar información independiente e imparcial sobre los mercados energéticos.

- **Fed funds:** Tasa de interés de fondos federales, que es aquella bajo la cual las instituciones depositarias privadas en EE.UU. prestan dinero depositado en el banco de la Reserva Federal a otras instituciones depositarias, típicamente por un plazo de un día. Esta tasa es el principal instrumento de política monetaria del Fed.
- **FF:** Acrónimo en inglés de *Future Flow*. Son instrumentos financieros donde los pagos provienen únicamente de los flujos o aportaciones de alguna fuente de ingresos de operación –como lo pueden ser peajes de autopistas, partidas federales, impuestos u otros–, por lo que el riesgo está en función del desempeño de dichos flujos. Los activos que generan estos ingresos futuros no forman parte del respaldo para el pago de las emisiones.
- **FOMC:** Acrónimo en inglés del *Federal Open Market Committee*, que es el Comité de Mercado Abierto del Banco de la Reserva Federal. Es el comité que toma la decisión de política monetaria en Estados Unidos.
- **Friendshoring:** Proceso de relocalización de la producción de un bien o servicio por parte de una empresa hacia países que se consideran más afines en términos culturales, políticos y/o económicos al país de origen.
- **FV:** Acrónimo en inglés que significa *Firm Value*. El valor de la compañía se calcula mediante el producto del total de las acciones en circulación por el precio de la acción más la deuda con costo menos el efectivo disponible.
- **Fwd:** Abreviación de ‘forward’. En el mercado accionario se refiere a la proyección de una variable, comúnmente la utilidad neta, que se espera que una compañía produzca en los próximos cuatro trimestres.
- **Golden cross:** En el análisis técnico, la dinámica en la cual el promedio móvil de 50 días del precio de un activo rompe al alza al promedio móvil de 200 días.
- **Hawkish:** El sesgo de un banquero central hacia el apretamiento de la política monetaria, comúnmente expresando una preferencia por aumentar las tasas de interés y/o reducir la liquidez en el sistema financiero.
- **ML:** Acrónimo en inglés de Machine Learning (Aprendizaje Automático), la subrama dentro del área de la Inteligencia Artificial que tiene el objetivo de construir algoritmos que generen aprendizaje a partir de los datos.
- **NLP:** Acrónimo en inglés de *Natural Language Processing* (Procesamiento de Lenguaje Natural), la subrama de la ciencia computacional que tiene el objetivo de que las computadoras procesen y “entiendan” el lenguaje humano en texto.
- **Nearshoring:** Proceso de relocalización de la producción de un bien o servicio por parte de una empresa hacia países o regiones más cercanas a los centros de consumo final.
- **Nowcasting:** Modelos estadísticos que buscan predecir el estado de la economía ya sea en tiempo real y/o sobre el futuro o pasado muy cercano de un indicador económico determinado.
- **PADD3:** Acrónimo en inglés del *Petroleum Administration for Defense Districts (PADD)*, que son agregaciones geográficas en EE.UU. en 5 distritos que permiten el análisis regional de la oferta y movimientos de productos de petróleo en dicho país. El distrito número 3 corresponde al Golfo y abarca los estados de Alabama, Arkansas, Luisiana, Mississippi, Nuevo México y Texas.
- **Proxy:** Variable que aproxima el comportamiento de otra variable o indicador económico.
- **Rally:** En finanzas se refiere al momento en que se observan ganancias en activos.
- **Reshoring:** Proceso de relocalización de la producción de un bien o servicio por parte de una empresa de regreso hacia su país de origen.
- **Score:** Generación de un valor numérico a través de un modelo estadístico para poder jerarquizar una variable de acuerdo con la estimación de la ponderación de las variables explicativas.
- **Spring Break:** Periodo vacacional de primavera para estudiantes –principalmente universitarios– en EE.UU.
- **Swap:** Acuerdo financiero en la cual dos partes se comprometen a intercambiar flujos de efectivo con una frecuencia determinada y fija por un periodo determinado.
- **Treasuries:** Bonos del Tesoro de Estados Unidos de América.

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 Thalia Orozco Vélez, Hugo Armando Gómez Solís, Yazmín Selene Pérez Enríquez, Cintia Gisela Nava Roa, Miguel Alejandro Calvo Domínguez, José De Jesús Ramírez Martínez, Gerardo Daniel Valle Trujillo, Luis Leopoldo López Salinas, Isaías Rodríguez Sobrino, Juan Carlos Mercado Garduño, Paula Lozoya Valadez, Daniel Sebastián Sosa Aguilar, Jazmin Daniela Cuautencos Mora y Andrea Muñoz Sánchez certificamos que los puntos de vista que se expresan en este documento son reflejo fiel de nuestra opinión personal sobre la(s) compañía(s) o empresa(s) objeto de este reporte, de sus afiliadas y/o de los valores que ha emitido. Asimismo, declaramos que no hemos recibido, no recibimos, ni recibiremos compensación distinta a la de Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. por la prestación de nuestros servicios.

Declaraciones relevantes.

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

Remuneración de los Analistas.

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

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

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

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

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

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

Tenencia de valores y otras revelaciones.

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

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

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

Guía para las recomendaciones de inversión.

	Referencia
COMPRA	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. En virtud de lo anterior, el presente documento ha sido preparado estrictamente con fines informativos; no es una recomendación, consejo o sugerencia de inversión en materia de Servicios de Inversión por parte de Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V.

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



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



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 de Mercados
juan.alderete.macal@banorte.com
(55) 1103 - 4046



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

Estrategia de Mercados



Manuel Jiménez Zaldívar
Director Estrategia de Mercados
manuel.jimenez@banorte.com
(55) 5268 - 1671



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



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



Juan Carlos Mercado Garduño
Gerente Análisis Bursátil
juan.mercado.garduno@banorte.com
(55) 1103 - 4000 x 1746

Análisis Cuantitativo



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



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



Andrea Muñoz Sánchez
Analista Análisis Cuantitativo
andrea.muñoz.sanchez@banorte.com
(55) 1103 - 4000



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



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



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



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



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



Luis Leopoldo López Salinas
Gerente Economía Internacional
luis.lopez.salinas@banorte.com
(55) 1103 - 4000 x 2707



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



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



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



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



Paula Lozoya Valadez
Analista Análisis Bursátil
paula.lozoya.valadez@banorte.com
(55) 1103 - 4000



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



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



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



Jazmin Daniela Cuautencos Mora
Gerente Análisis Cuantitativo
jazmin.cuautencos.mora@banorte.com
(55) 1103 - 4000