

RENTA FIJA
MEXICO

Panorama *Renta Fija*

México D.F., 10 de marzo 2010

Oportunidades para añadir duración, riesgo de corrección en cortos plazos

Estrategias de Renta Fija y Divisas para América Latina

Director

Juan José García

juan.garcia1@bbva.bancomer.com

+52 55 5621 9245

Estrategias de Renta Fija y Divisas México

Responsable

David Franco Segura

david.franco@bbva.bancomer.com

+52 55 5621 9616

Liliana Solis A.

liliana.solis@bbva.bancomer.com

+52 55 5621 9877

- **Los participantes del mercado monetario siguen asignando una prima de riesgo por inflación reducida**

El nivel de fondeo descontado en las curvas, particularmente en Cetes, se mantiene cercano a sus niveles mínimos y vemos espacio para mayor empinamiento en la curva consistente con nuevas revisiones al alza en expectativas de inflación y crecimiento.

- **Espacio para mayor normalización en la curva de deuda y niveles atractivos en bonos de medio y largo plazo**

Los elementos de riesgo de carácter residual aún vigentes en la parte larga de la curva nominal se irán retirando en función de mejora en torno a fundamentales y traslación de prima de inflación a la parte corta. Tasas reales de largo plazo con cierto potencial de ganancias.

- **Dinámica de tasas seguirá de cerca los elementos clave en el balance de riesgos del banco central**

El mercado podría empezar a descontar escenarios de normalización de la postura monetaria ante evidencia de avances en torno a la recuperación global, repunte en precios de commodities y minoración en riesgo soberano.

Tabla 1

Previsiones de Renta Fija*

%	Actual	2009	1T10	2T10	3T10	4T10
Cetes 1m	4.41	4.51	4.80	5.30	5.85	6.10
Cetes 3m	4.64	4.61	4.85	5.50	6.05	6.30
Cetes 1a	5.08	5.07	5.50	5.80	6.25	6.40
Pendiente 1A-1M (pb)	67	56	70	50	40	30
Bono 3 años	6.17	6.72	6.90	7.25	7.15	7.10
Bono 10 años	7.73	7.97	8.00	8.10	8.00	8.00
Bono 20 años	8.19	8.57	8.35	8.35	8.15	8.15
Pendiente 10A-3A (pb)	156	125	110	85	85	90
IRS 65X1	7.26	7.51	7.80	7.90	7.90	7.90
IRS 130X1	7.96	8.32	8.25	8.30	8.20	8.20
IRS 260X1	8.44	8.87	8.55	8.55	8.45	8.50
Udibono 3a	2.03	1.46	1.81	2.24	2.44	2.59
Udibono 10a	3.29	3.42	2.86	3.25	3.35	3.55
Udibono 20a	3.58	3.66	3.16	3.45	3.55	3.75

* Datos al cierre del periodo. Actualizado el 9 Marzo 2010
Fuente: BBVA Global Markets Research, S.A.

VER INFORMACIÓN IMPORTANTE Y CERTIFICACIÓN DEL ANALISTA EN LA PÁGINA NUMERO 11 DE ESTE DOCUMENTO

Este documento ha sido elaborado por BBVA Bancomer, S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero BBVA Bancomer.

Para mayor información contactar a los individuos indicados en la portada de este documento. Ninguna parte de este documento podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir una infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

Mercado monetario

Visión de corto plazo: Persiste divergencia en expectativas sobre eventual retiro de estímulos monetarios

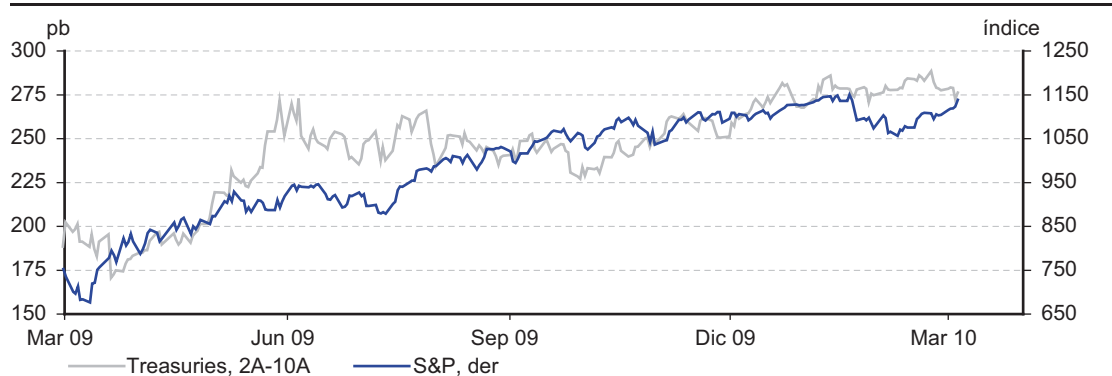
- Los participantes del mercado swap han incrementado de nueva cuenta la prima de riesgo luego de una disminución en semanas previas y principalmente respondiendo a las recientes revisiones al alza en las expectativas de inflación y crecimiento.
- La curva de Cetes se ha rezagado en términos del ajuste y exhibe una pendiente menor vs. swaps reflejando en parte presiones por valuación de carteras de algunos participantes, movimiento que implica un encarecimiento de los instrumentos con mayor plazo donde el riesgo de corrección sigue latente.
- Nueva evidencia sobre la evolución de los precios y actividad será clave para el ajuste de primas de riesgo y vemos espacio para mayor empinamiento, principalmente en Cetes. En un ambiente aún incierto sobre futuras actuaciones del banco central, la apuesta en revisables se mantiene aunque con menor intensidad. Vemos valor residual en algunas emisiones.

Divergencia entre curvas persiste, swaps refleja riesgos de manera más oportuna

La dinámica de formación de expectativas en la curva swap se ha visto influenciada por dos modificaciones importantes desde la publicación de nuestra nota mensual previa. Desde una perspectiva global, el apetito por riesgo ha repuntado reflejando una mejora en las expectativas de crecimiento, previamente afectadas por el deterioro en términos de riesgo soberano (con epicentro en Grecia) y cifras de actividad más débiles. De hecho, el regreso del tono positivo a los mercados refleja como los participantes ven un riesgo limitado de que la recuperación se salga de curso debido al retiro de estímulos monetarios en el G-10. Cabe señalar que los primeros pasos hacia una normalización de tasas de referencia (p.e. la decisión de subir la tasa de descuento por parte de la Reserva Federal e incrementos de los requerimientos en China), no han generado ajustes en el escenario de tasas en zona de mínimos durante el resto del año. Lo anterior se hace evidente en la curva americana la cual mantiene un nivel de empinamiento elevado al tiempo que mejoran las expectativas de crecimiento medidas en el avance del mercado accionario.

Gráfico 1

Curva americana vs S&P

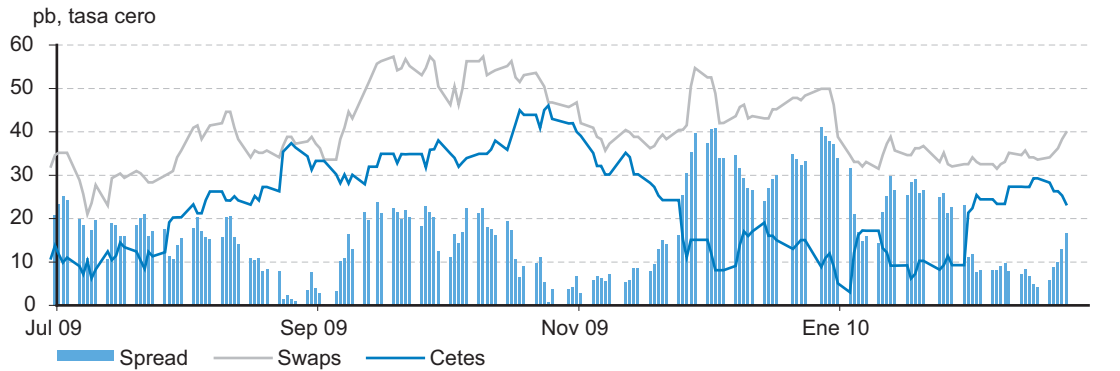


Fuente: Bloomberg

En relación al escenario local y como segundo factor destaca una mayor sensibilidad del mercado ante el reciente ajuste de expectativas tanto en el frente de actividad como en precios. En consistencia con dicho ajuste, la curva swap de corto plazo se ha empujado de nueva cuenta llevando el diferencial entre la tasa de 1 mes y 6 meses a zona de 40pb o bien unos 10pb por encima de sus niveles mínimos previos. Este movimiento refleja como los participantes en dicho mercado han empezado a diferenciar los elementos de riesgo del balance del banco central y respecto a sus contrapartes del G-3, donde los mercados siguen apostando de manera decisiva en torno al mantenimiento de tasas en zona de mínimos durante la mayor parte del año.

Gráfico 2

Pendiente de curvas monetarias (6m-1a)

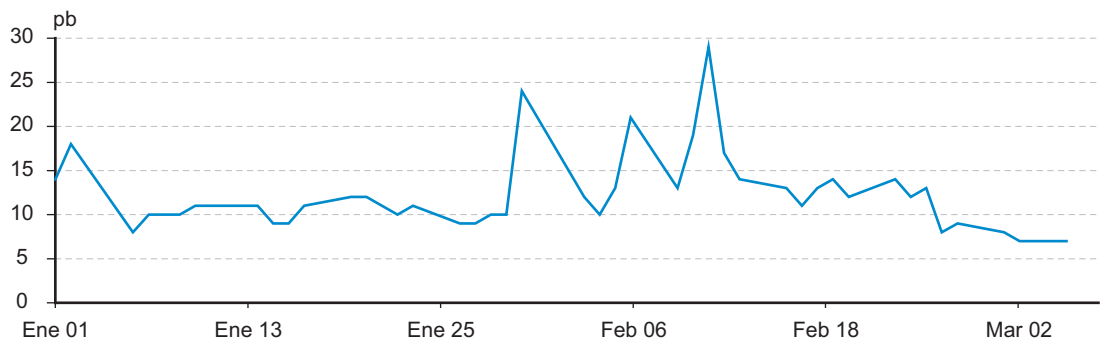


Fuente: Valmer y BBVA Global Markets Research, S.A.

El ajuste en términos de primas de riesgo es un elemento ausente en el mercado de Cetes, en el cual la operación a lo largo de la curva se mantiene dentro de un rango bien definido y donde los plazos medios y largos han mostrado mayor sensibilidad a factores de valuación en las carteras de algunos participantes y consideraciones de liquidez. Lo anterior se hace evidente al comparar la divergencia de las curvas monetarias en términos de sus pendientes (nuevamente con referencia al plazo de 6m-1A) así como el diferencial entre la tasa de pagar a un día y la tasa de fondeo, el cual se ha normalizado recientemente luego de un marcado incremento hace unas semanas y reflejando factores de valuación por parte de algunos inversionistas.

Gráfico 3

Diferencial entre fondeo bancario y tasa de referencia

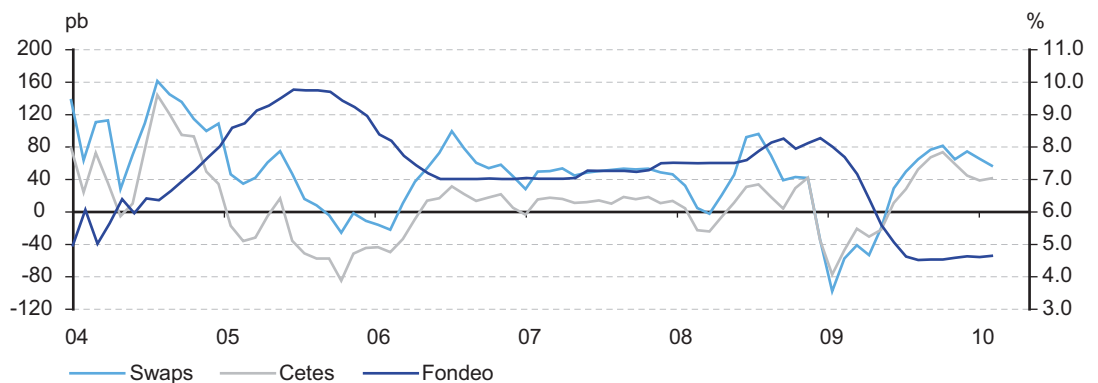


Fuente: Banxico

La corrección en el mercado swap, principalmente en los plazos largos, avanza en línea con nuestra previsión publicada hace un mes, sin embargo, el espacio para nuevos ajustes en términos de la prima de riesgo sigue siendo aún considerable. Creemos que la presión negativa en la parte media y larga de la curva eventualmente acabará trasladándose al mercado de Cetes, justo como ha ocurrido en ocasiones anteriores en donde los participantes del mercado swap se anticipan con mayor puntualidad os movimientos en la función de reacción del propio banco central. En general, los elementos que justifican dicha corrección en los plazos medios y largos se mantienen alineados e incluso varios de ellos siguen ganando fuerza, algo que desde nuestro punto de vista podría amplificar la magnitud y velocidad de la corrección potencial. A continuación se presenta una actualización de estos elementos.

Gráfico 4

Postura monetaria vs pendiente de las curvas swaps y Cetes (1A-1M)

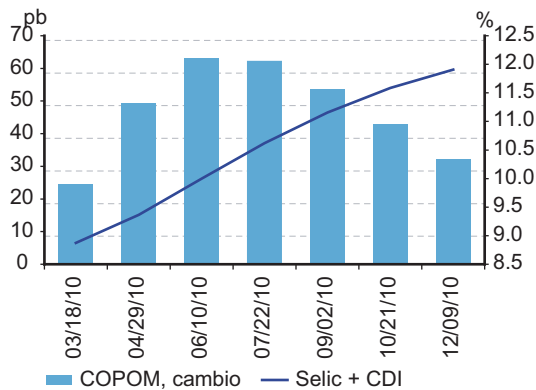


Fuente: Bloomberg

- 1. Presión alcista en expectativas de inflación.** En sus dos primeras reuniones de política monetaria, el banco central ha manifestado su preocupación por los efectos secundarios ligados a los choques de precios al inicio del año y su impacto negativo en las expectativas de inflación de medio y largo plazo. Típicamente, las expectativas de inflación, incluyendo las de mayor plazo, son sensibles a la evolución de la inflación general, esto es incluyendo los movimientos provenientes de incrementos de naturaleza atípica. Como comentamos anteriormente, las expectativas de inflación tanto la implícita en el mercado (medida por el diferencial bonos-udibonos) como la del consenso de analistas ha reaccionado a la aceleración reciente en la inflación, tendencia que podría continuar potencialmente en función de: a) mayor contagio en precios generales por un mayor dinamismo en la demanda interna, b) presión alcista en los commodities, principalmente alimentos, y c) ajuste alcista en las negociaciones salariales, gran parte de las cuales ocurren durante el primer semestre del año.
- 2. Perspectivas de crecimiento local revisan al alza.** De acuerdo con la encuesta más reciente elaborada por el banco central, el pronóstico de crecimiento para el año en curso acumula desde noviembre pasado un incremento de 1pp con lo cual se ubica en 3.9%. Los analistas también han revisado aunque en menor grado sus proyecciones para el crecimiento del siguiente año. La revisión positiva en expectativas de ciclo, claramente apoyadas por las sorpresas positivas en casi todos los indicadores de actividad desde el último trimestre del 2009, muy probablemente continuarán influyendo en las asignación de primas de riesgo del mercado, algo que se justifica igualmente con nuevos ajustes potenciales al alza en los pronósticos de crecimiento oficiales en función de recientes declaraciones.
- 3. Posición técnica desfavorable.** Nuestra evidencia anecdótica señala que las posiciones largas en Cetes de medio y largo plazo se encuentran en zona de agotamiento y en consecuencia que la tasa de fondeo descontada (cierre 2010) ya ha alcanzado niveles de piso en zona de 5% (5.25% en la curva swap). Los datos del banco central (disponibles al 15 de enero) muestran que la tenencia de Cetes con plazo mayor a 183 días se ha reducido en MXN11.6bn desde el inicio del 4T09 mientras que los papeles en la parte media y corta de la curva se han incrementado en MXN9.5bn y MXN17.3bn respectivamente. La comparación por tipo de participante, también confirma una disminución en la exposición general a lo largo de la curva. En línea con lo anterior y visto desde la óptica del movimiento en tasas, el hecho de que el rango de operación en los Cetes de mayor plazo haya respetado niveles de soporte en zona de 4.92% (un rally de 47pb desde su nivel máximo en la 2Q de octubre) es otro argumento a favor de nuestra percepción de sobre demanda en dichos papeles.
- 4. Traslación de escenarios de restricción.** Los participantes locales han ido modificando de modo incipiente sus escenarios de tasa de fondeo en función de los primeros pasos en dirección de normalización monetaria que han tomado países como China, Noruega, Israel, Australia, Malasia e incluso EUA entre otros. En la mayoría de estos, la evidencia de recuperación económica ha convencido a las autoridades de retirar de manera gradual los cuantiosos estímulos monetarios. Esta fase de normalización empieza a tener eco en la mayoría de países emergentes como indica el movimiento en las tasas swaps de corto plazo en semanas recientes, algo contrario al descenso que acumulan las tasas en el G-3. En los mercados de la región, Brasil lleva la delantera en términos de recuperación y ajuste alcista en expectativas de inflación y el mercado ya pone en precio el inicio de la fase de normalización a partir de mediados de marzo, con un primer incremento en su tasa de referencia Selic de 25pb y un monto de restricción acumulado de +300pb durante el resto del año.

Gráfico 5

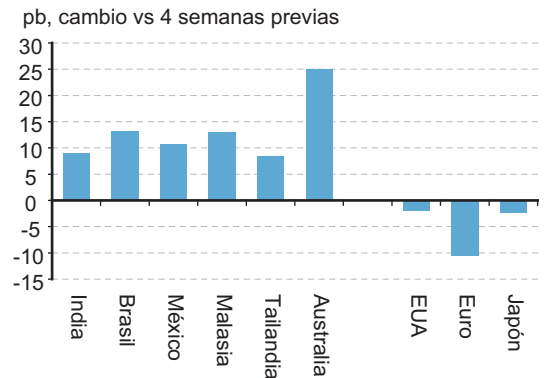
Brasil, monto de restricción descontado en curva CDI y tasa Selic



Fuente: Bloomberg

Gráfico 6

Tasa swap 2A en países seleccionados



Fuente: Bloomberg

A diferencia de lo que descuenta la curva swap, el mercado de Cetes se ha rezagado a la hora de asignar elementos de riesgo (p.e. prima de inflación). Esta situación apoya nuestra recomendación de venta en los instrumentos en la parte media y larga de la curva. Bajo una perspectiva de corto plazo, creemos que todos los elementos antes mencionados favorecen una corrección (empinamiento de las curvas con diferencial 1A-1M mes hacia zona de máximos previos, 70pb y 80pb en Cetes y swaps, respectivamente).

En función del comportamiento reciente del mercado, operando en rangos específicos y una contenida prima de inflación en comparación con las sorpresas negativas en el entorno de precios y positiva en cuanto a los datos de actividad, el valor de los instrumentos revisables sigue siendo atractivo, sin embargo, es importante destacar que la valuación positiva se centra en aquellos instrumentos cuya prima de riesgo depende de los datos de inflación hasta la primera quincena de marzo, en particular los instrumentos IS. Las emisiones cuya referencia en términos de prima de inflación serán determinadas con las lecturas de inflación entre el período de marzo a septiembre tienen atractivo en particular si los participantes del mercado de Cetes continúan apostando por un movimiento de normalización que dé inicio hasta la parte final del año.

Visión de Medio y Largo Plazo

Estabilización de riesgos y aplanamiento en curvas.

Nuestro escenario de aplanamiento en las curvas y reducción del diferencial entre Cetes y Swaps, particularmente en la parte media y larga de la curva (de regreso a zona de 15pb para el plazo a 6 meses) sobre el que advertimos en nuestra publicación mensual anterior sigue vigente. Una vez retirados los elementos de incertidumbre respecto a la actuación del banco central creemos que el mercado retirará de manera puntual las primas de riesgo, principalmente de inflación en las curvas así como las relacionadas con un potencial incremento en la emisión de papel en caso de deterioro en el frente fiscal (algo que por el momento no se ha sido puesto en precio).

Tabla 2

Previsión de mediano y largo plazo, mercado monetario

%	Actual	2009	1T10	2T10	3T10	4T10
Cetes 1m	4.41	4.51	4.80	5.30	5.85	6.10
Cetes 3m	4.64	4.61	4.85	5.50	6.05	6.30
Cetes 1a	5.08	5.07	5.50	5.80	6.25	6.40
Pendiente 1A-1M (pb)	67	56	70	50	40	30

Datos al cierre del período: actualizado al 9-03-2010

Fuente: BBVA Global Markets Research, S.A.

Mercado de Deuda

Visión de corto plazo: Duraciones largas mantienen atractivo, riesgo de corrección en cortos plazos

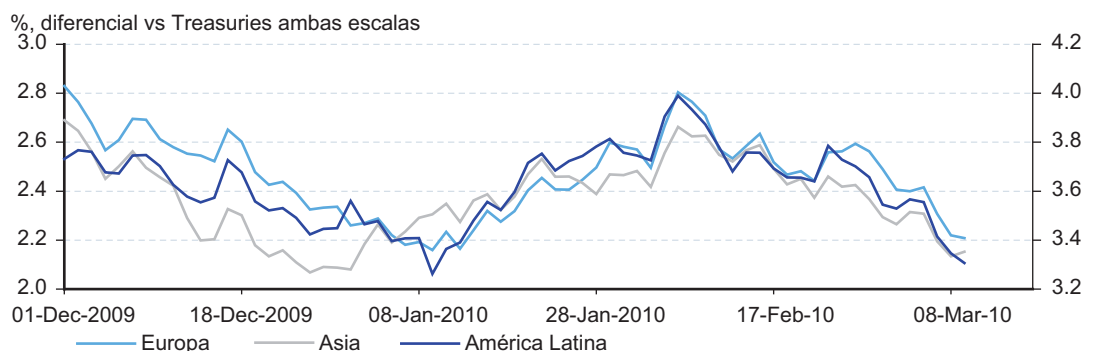
- Elementos que apoyan mayor normalización en la curva nominal en términos de pendiente siguen alineados, particularmente en un entorno global con riesgo de deterioro fiscal a la baja y evidencia de recuperación global en curso con marcada traslación al plano local.
- Los bonos locales destacan como buenas alternativas de rendimiento, particularmente en la parte larga de la curva, en función de fundamentales relativamente sólidos y factores de riesgo residual aún incorporados en los precios actuales.
- Favorecemos estrategias de aplanamiento, particularmente entre los plazos medios y cortos (10A-3A) con riesgo de corrección en los plazos cortos explicado por el descuento de mayor prima de riesgo, principalmente ligada a sorpresas positivas en torno a la inflación y actividad.

Continúa asignación de elementos de riesgo en la parte larga

Dos elementos condicionan la evolución reciente de los instrumentos en el mercado de deuda. En primer lugar, el nivel de incertidumbre y aversión al riesgo entre los inversionistas globales sigue recuperándose de manera importante en función de medidas fiscales más concretas en países de la zona Euro (principalmente Grecia) y la publicación de cifras de actividad menos débiles. Esto ha permitido la mejora en términos de expectativas de recuperación global y que en términos prácticos supone el regreso de flujos desde los activos "seguros" y hacia aquellos con mayor rendimiento, aunque se aprecia entre los inversionistas una asignación más selectiva en cuanto al riesgo soberano. En términos regionales, el castigo sobre aquellos países emergentes con mayor exposición a la zona Euro sigue siendo mayor en comparación con las plazas más ligadas al ciclo Asiático y zona Latam, donde la normalización (desde su nivel máximo del año medido en términos del diferencial vs Treasuries) es mayor.

Gráfico 7

Riesgo soberano en países emergentes, por región

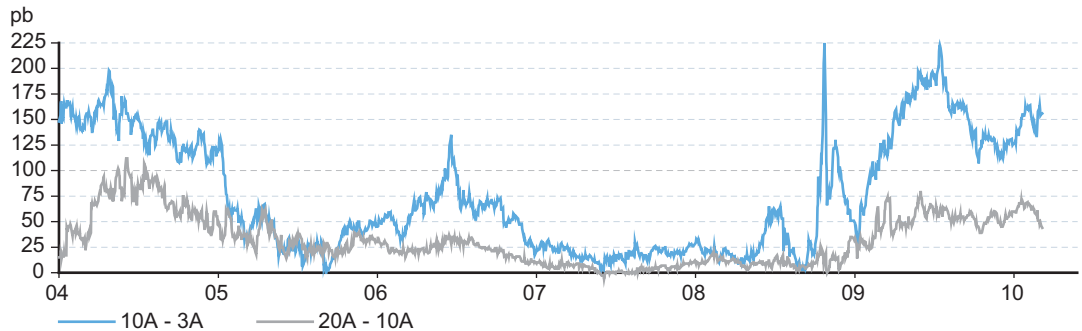


Fuente: Bloomberg

En segundo término y en línea con nuestra perspectiva que detallamos en la nota mensual previa de inicios de febrero, la pendiente de la curva de bonos observa una tendencia de normalización, aunque cabe señalar que el movimiento de rally se ha concentrado en los plazos más largos de la curva. Por ejemplo el diferencial entre los vencimientos de 20 y 10 años se redujo de 70pb a 45pb mientras que la pendiente entre los plazos de 10 y 3 años llegó a reducirse unos 25pb (desde un nivel de 160pb), ganancia que se ha evaporado casi por completo desde finales de febrero. Sin embargo, esta corrección reciente en los bonos de medio plazo se justifica más en función de una toma de utilidades y cierta translación de los elementos de riesgo desde el mercado monetario, donde como ya argumentamos, los participantes siguen descontando una prima de inflación todavía reducida.

Gráfico 8

Pendiente de la curva de bonos



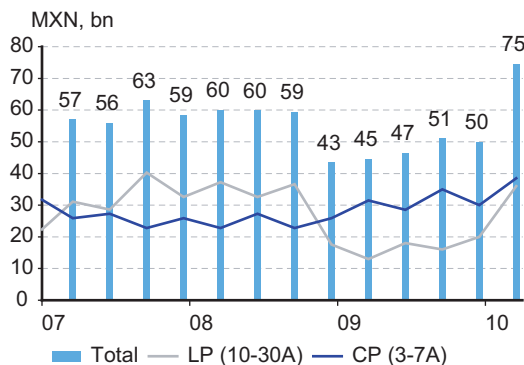
Fuente: Valmer & BBVA Global Markets Research

Luego de una actualización y revisión de los factores alrededor de los cuales justificamos nuestra recomendación de valor en la parte media y larga de la curva decidimos mantener nuestra estrategia con miras a un aplanamiento en la curva. A continuación se detallan los principales cambios en torno a dichos elementos.

- 1. Dinámica de deuda relativamente estable.** A pesar de condiciones menos favorables, el gobierno colocó de manera exitosa el nuevo bono de referencia a 10 años bajo el formato de subasta sindicada, como se hace evidente al comparar el nivel de sobre-demanda (bid-to-cover) que resultó por encima del 3X y superando los niveles de subastas previas para el mismo vencimiento aunque con monto considerablemente menor. Con los MXN25bn obtenidos, la emisión trimestral de bonos se incrementó a MXN75bn, muy por encima del nivel observado antes de la crisis aunque con una distribución más balanceada entre plazos largos y cortos, la cual sigue favoreciendo a éstos últimos. El apetito por bonos locales, proveniente de los participantes institucionales y extranjeros (que en conjunto mantienen más de la mitad del total en circulación) se mantiene elevado y pone de manifiesto expectativas favorables sobre la dinámica de deuda, las cuales a su vez deberían de seguir mejorando en un entorno de recuperación local más fuerte de lo previsto hace unos meses.

Gráfico 9

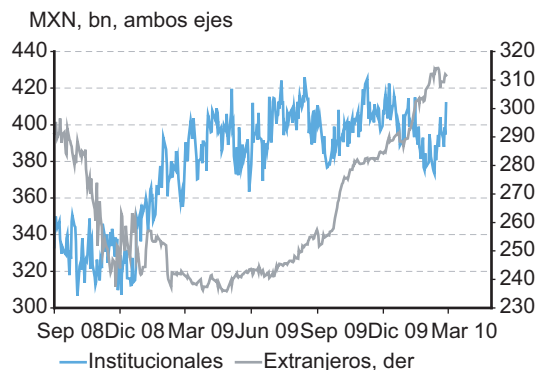
Emisión de Bonos por plazo



Fuente: SCHP

Gráfico 10

Posición de bonos por principales tenedores



Fuente: Banco de México

- 2. Elementos de vulnerabilidad relativamente contenidos.** Frente al panorama de tasas en zona de mínimos que pagarán la mayoría de los bonos en países desarrollados, los inversionistas irán en búsqueda de rendimientos atractivos. Dos elementos serán clave a la hora de asignar posiciones en las carteras globales: a) elementos de vulnerabilidad contenidos de cara a potenciales choques de riesgo soberano (similares a los episodios Dubai y Grecia) y b) valor en activos aún castigados en términos de riesgo residual y con evidencia de mejora en términos de fundamentales de ciclo. En nuestra evaluación México sale bien calificado en ambos puntos (con un déficit fiscal menor que la mayoría de los países del G-10 y emergentes) y elementos de riesgo residual aún vigentes que incrementan su atractivo relativo. Lo anterior se hace evidente al comparar el diferencial de riesgo de crédito (medido en los CDS) soberano respecto a los corporativos americanos "high grade" o con calificación de crédito similar, el cual se mantiene en terreno positivo pero con tendencia de normalización hacia niveles pre-crisis.

Gráfico 11

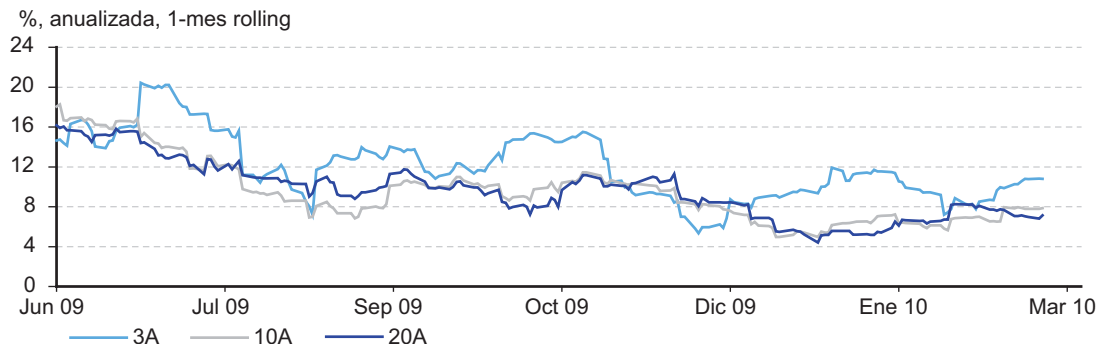
CDS (5A): México vs Corporativos EUA High Grade

Fuente: Bloomberg

- 3. Posición técnica del mercado.** Nuestra evidencia anecdótica señala que la mayoría de los participantes en el mercado de bonos mantienen posicionamientos laterales sin estrategias definidas. Los datos de sectorización de la tenencia disponibles a mediados de febrero indican que la posición técnica se ha deteriorado respecto a las semanas previas en función de un mayor posicionamiento en la parte media de la curva. En el portafolio de institucionales, Afores y Sociedades de Inversión, la duración promedio en bonos se ha incrementado hacia niveles máximos del año (5.9 años) al igual que su sensibilidad (medida de riesgo, en zona de MXN246mn). Ambas variables también marcan niveles máximos en el caso de la cartera de extranjeros. En conjunto los elementos técnicos sigue siendo favorables para un eventual movimiento de aplanamiento de la curva.
- 4. Rendimientos potenciales en los plazos largos.** En las primeras 10 semanas del año, el rendimiento total (capital más intereses) en los bonos de largo plazo (vencimiento mayor a 10 años) promedió 4.8%, superando fácilmente las ganancias de 3.3% en los instrumentos de medio plazo (5-10 años) y de 2% en los de corto plazo. Una vez ajustado por volatilidad, el rendimiento de los bonos en la parte media y larga de la curva superó el generado por los bonos de menor plazo. Creemos que esta situación se mantendrá y vemos un riesgo de venta en los plazos cortos, movimiento consistente con la puesta en precio de una mayor prima de inflación en el mercado monetario hacia delante con traslación hacia la parte corta de la curva de deuda. El diferencial entre swaps y bonos con vencimiento a 20 años tuvo un estrechamiento de casi 40pb desde máximos históricos (+80pb en diciembre pasado) y ha vuelto a ampliarse hacia zona de 60pb, nivel atractivo para estrategias de valor relativo.

Gráfico 12

Volatilidad histórica en Bonos



Fuente: Valmer & BBVA Global Markets Research

La operación en el mercado de deuda en las siguientes semanas seguirá muy sensible a la combinación de elementos que inciden directa e indirectamente sobre la función de reacción del banco central y en particular potenciales incrementos en torno a la prima de inflación (actualmente la inflación implícita en la curva nominal se ubica alrededor de 4.5%, unos 20pb por debajo de sus niveles máximos previos), la cual a su vez podría detonar una corrección en los instrumentos de corto plazo donde consideramos niveles en zona de sobreventa. En cuanto a la rentabilidad atractiva en los instrumentos con protección a la inflación y que recomendamos en nuestra publicación semestral apreciamos un valor residual limitado, con mayor remanente relativo en los plazos más largos donde anticipamos recuperación en términos de liquidez y con miras a una buena participación en la subasta de tipo sindicado para el plazo de 30 años el cual podría tomar lugar en las siguientes semanas.

Visión de medio plazo

La operación del mercado de deuda en los siguientes meses seguirá girando en torno a los escenarios de normalización en la postura monetaria del banco central y con una minoración efectiva de los elementos de riesgo sistémico y de carácter residual vigentes. En los ciclos de normalización previos, la curva mostró una tendencia de aplanamiento consistente con el retiro de las primas de riesgo y pensamos que dicho movimiento dominará la operación del mercado. La contribución a dicho movimiento deberá venir por ambos extremos de la curva, es decir, una corrección en los plazos cortos y eventual recuperación de los papeles con mayor duración. En nuestra cartera de estrategias mantenemos nuestra visión de aplanamiento en la curva de Bonos en torno a un diferencial que debería disminuir hasta niveles de 90pb (diferencial entre los plazos de 10 y 3 años). En los instrumentos reales, vemos oportunidad de valor en los plazos largos en función de una mejora en la liquidez y consideramos que los diferenciales Bonos-Swaps tienen algo de espacio para una mayor reducción en los plazos largos.

Tabla 3

Previsiones de mediano y largo plazo, mercado de deuda

%	Actual	2009	1T10	2T10	3T10	4T10
Bono 3 años	6.17	6.72	6.90	7.25	7.15	7.10
Bono 10 años	7.73	7.97	8.00	8.10	8.00	8.00
Bono 20 años	8.19	8.57	8.35	8.35	8.15	8.15
Pendiente 10A-3A (pb)	156	125	110	85	85	90
IRS 65X1	7.26	7.51	7.80	7.90	7.90	7.90
IRS 130X1	7.96	8.32	8.25	8.30	8.20	8.20
IRS 260X1	8.44	8.87	8.55	8.55	8.45	8.50
Udibono 3a	2.03	1.46	1.81	2.24	2.44	2.59
Udibono 10a	3.29	3.42	2.86	3.25	3.35	3.55
Udibono 20a	3.58	3.66	3.16	3.45	3.55	3.75

* Datos al cierre de período. Actualizado a 9-03-2010

Fuente: BBVA Global Markets Research, S.A.

Análisis de Mercados Globales

Director

Antonio Pulido

ant.pulido@grupobbva.com

91 374 31 81

Estrategias de Renta Fija y Divisas para América Latina

Director

Juan José García Petit

juan.garcia1@bbva.bancomer.com

+52 55 5621 9245

Estrategias de Renta Fija y Divisas México

Responsable

David Franco Segura

david.franco@bbva.bancomer.com

+52 55 5621 9616

Liliana Solis A.

liliana.solis@bbva.bancomer.com

+52 55 5621 9877

Estrategia de Divisas Latam-ex México

Responsable

Claudia Ceja

claudia.ceja@bbva.bancomer.com

+52 55 5621 9715

Estrategia de Renta Fija Latam-ex México

Antonio Bassols

antonio.bassols@bbva.bancomer.com

+52 55 5621 9849

REVELACIONES IMPORTANTES

Certificación del Analista

Nosotros, **Juan José García Petit, David Franco y Liliana Solis**

Certificamos que las opiniones expresadas en este reporte reflejan nuestro punto de vista personal sobre las referidas emisoras y sus valores. También certificamos que no hemos recibido ni recibiremos compensación alguna directa o indirectamente a cambio de una recomendación específica de este reporte.

La información sobre calificaciones y precios objetivo históricos sobre las compañías objeto de este reporte se puede solicitar a nuestros analistas o consultarse en nuestra página de internet www.bancomer.com.

Retribución / Entrega de Servicios al 23 de Febrero de 2010

En los doce meses pasados, BBVA Bancomer, S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero BBVA Bancomer y/o Casa de Bolsa BBVA Bancomer, S.A. de C.V., Grupo Financiero BBVA Bancomer (en lo sucesivo "BBVA Bancomer") u otra/s Sociedad/es del Grupo BBVA ha/n participado como asegurador y/o colocador en ofertas públicas de valores y han percibido por tanto remuneraciones basadas en ello, de las siguientes Compañías que pueden ser objeto de análisis en el presente informe: **Banco Interacciones, BNP, Bimbo, Cemex, Comisión Federal de Electricidad, Corporación Interamericana de Inversiones, Embotelladoras Arca, El Puerto de Liverpool, Ferrocarril Mexicano, GE Capital Bank, GMAC, Hipotecaria su Casita, ICA, Maxcom, Megacable, Nemark, NRF(Nissan), Paccar, Pemex, Posadas, Ruba, Telmex Internacional, Toyota, Urbi, VWLease.**

En los doce meses pasados, BBVA Bancomer u otra Sociedad del Grupo BBVA, ha prestado servicios retribuidos de banca de inversiones como son el diseño y estructuración de planes de financiamiento y capitalización empresarial; asesoría en fusiones, escisiones o adquisiciones de capital y demás reestructuraciones corporativas; así como servicios proporcionados por las áreas de negocios de representación común en emisiones de valores y el otorgamiento de créditos bancarios a la/s siguiente/s emisora/s que pueden ser objeto de análisis en el presente informe: **Acciona, Aeromexico, Alsea, América Móvil, Avicola Pilgrim's Pride de Mexico, Axtel, Bancomext, Banco de Credito e Inversiones, Banorte, Cemex, Cencosud, Central Puerto, CIE, Cintra, Colbun, Comercial Mexicana, Comisión Federal de Electricidad, Compañía de Telecomunicaciones de Chile, Concesionaria Mexiquense, Consorcio Comex, Consultatio, Controladora de Farmacias, Copamex, Coppel, Corporacion Geo, Corporativo Arca, Corporación Mochezuma, Credito Inmobiliario, Daimler Chrysler de México, DIA, Dine, El puerto de Liverpool, El palacio de Hierro, Empresas Cablevisión, Endesa (Chile), Facileasing, Factoring Corporativo, Farmacias Benavides, FCC, Femsa, Ferrosur, GEO, Gruma, Grupo Alfa, Grupo Ara, Grupo Brescia, Grupo Bimbo, Grupo Carso, Grupo Casa Saba, Grupo Cementos de Chihuahua (GCC), Grupo Comercial Chedraui, Grupo Collado, Grupo Comercial Gomo, Grupo Dermat, Grupo Elektra, Grupo Famsa, Grupo Femsa, Grupo Financiero Inbursa, Grupo Scotiabank, Grupo Herdez, Grupo ICA, Grupo La Moderna, GMAC, Grupo Maseca, Grupo México, Grupo Posadas, Grupo Sanborns, Grupo TMM, Grupo Videomax, Grupo Xignux, Hilasal Mexicana, Homex, HSBC, Holcim (Apasco), Hylsamex, Imsa/Tarida/Ternium, Industrias Bachoco, Hipotecaria Casa Mexicana, Hipotecaria su Casita, Industrias CH, Industrias Peñoles, Inmobiliaria Ruba, Interceramic, Kansas City Southern de México, Kaupthing Bank, Lamosa, Liverpool, Mabe, Manufacturas Kaltex, Medica Sur, Megacable, Mexichem, Molinos Rio de la Plata, Molymet, Municipio de Aguascalientes, Nadro, Nafin, OHL, Nemark, NRF Mexico, Paccar, Pasa, Pemex, Petoemex, Pimsa, Plavicom, Prolec GE, QQQ, Ruba, Sare, Sears, Siderar, Sigma, Simec, SPY, Scotia Bank Inverlat, Techint, Telefónica CTC, Telefonica de España, Teléfonos de México, Telint, Tenaris, Terra, Toyota, Urbi, Value, Volcan Cia Minera, VWLease.**

En los próximos tres meses, BBVA Bancomer u otra entidad del Grupo BBVA, espera recibir o intentará obtener compensación por servicios de banca de inversiones como son el diseño y estructuración de planes de financiamiento y capitalización empresarial; asesoría en fusiones, escisiones o adquisiciones de capital y demás reestructuraciones corporativas así como servicios proporcionados por las áreas de negocios de representación común en emisiones de valores y el otorgamiento de créditos bancarios de la/s Emisora/s objeto del presente informe.

BBVA Bancomer S.A. Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero BBVA Bancomer actúa como formador de mercado/especialista en: **MexDer Contrato de Futuros (Dólar de Estados Unidos de América (DEUA), TIIE de 28 días (TE28), Swap de TIIE, CETES de 91 días (CE91)), Bonos M, Bonos M3, Bonos M10, Índice de Precios y Cotizaciones de la BMV (IPC), Contrato de Opciones (IPC, Acciones América Móvil, Cemex, CPO, Femsa UBD, Gcarso A1, Telmex L).**

BBVA actúa como formador de mercado/especialista en Latibex: **Alfa, AMX, Corporación Geo, Grupo Modelo, ICA, Sare, Telmex.**

Tenencia de Valores

BBVA Bancomer, BBVA Securities, Inc., BBVA Continental, BBVA Escritório de Representação no Brasil (Brazil), BBVA Banco Frances Y BBVA Chile son afiliadas de Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. ("BBVA"). BBVA posee directa o indirectamente cuando menos un 1% del capital de las siguientes compañías cuyos títulos se negocian en mercados organizados: **BOLSA DE VALORES DE CARACAS, BOLSA, CAMARA DE RIESGO CENTRAL DE CONTRAPARTE DE COLOMBIA, CEMEX VENEZUELA, DECEVAL, GAP, GRUPO AEROPORTUARIO CENTRO NORTE, GRUPO SIMEC, GRUPO VIDEOVISA, PASA.**

BBVA Bancomer, y en su caso, las sociedades que forman parte del grupo financiero BBVA Bancomer, mantienen inversiones, al cierre del último trimestre, directa o indirectamente, en valores o instrumentos financieros derivados, cuyo subyacente son valores, objeto de sus recomendaciones, que representan el 10% o más de su cartera de valores o portafolio de inversión o el 10% de la emisión o subyacente de los valores emitidos de las siguientes emisoras: **AXTEL, PYP.**

BBVA Bancomer, y en su caso las sociedades que forman parte del Grupo Financiero BBVA Bancomer, podrán mantener de tiempo en tiempo, inversiones en los valores o instrumentos financieros derivados cuyo subyacente sean valores objeto de la presente recomendación, que representen el diez por ciento o más de su cartera de valores o portafolio de inversión o el citado porcentaje de la emisión o subyacente de los valores de que se trate

Otras Revelaciones

Hasta donde se tiene conocimiento, un Consejero, Director General o Directivo que ocupa el nivel inmediato al director general de BBVA Bancomer funge a su vez con dicho carácter en la/s siguiente/s Emisora/s que pueden ser objeto de análisis en el presente informe **Alfa, Alsea, Asur, Bimbo, Cintra, CMR, Dine, Femsa, Gmodelo, Hogar, Invex, Kof, Kuo, Liverpool, Maseca, Oma, Peñoles, Tenaris, Tlevisa, Urbi, Vitro.**

Sistema de Calificación y Metodología de los Precios Objetivo

“El periodo al que se refiere la recomendación lo establecemos entre seis meses y un año. Las recomendaciones son relativas al mercado de referencia”.

Comprar.-	Potencial de revalorización superior al del mercado en un	15%.
Superior al Mercado.-	Expectativas de una evolución superior al mercado en al menos un	5%
Neutral.-	Valor con unas expectativas de evolución similar al mercado	(+/-5%)
Inferior al Mercado.-	Evolución estimada por debajo del mercado en al menos un	5%
Vender.-	Compañía en la que esperamos un desempeño por debajo del mercado en más de un	15%

El cálculo de los precios objetivo realizado por BBVA Bancomer se basa en una combinación de una o más metodologías generalmente aceptadas en los análisis financieros, y que pueden incluir, entre otras, análisis de múltiplos, flujos de efectivo descontados, análisis por partes o alguna otra que aplique al caso particular que se esté analizando.

Distribución de Calificaciones de los Análisis al 31 de Diciembre de 2009

El porcentaje de calificaciones sobre el total universo de compañías en cobertura por BBVA Bancomer es el siguiente:

Comprar (incluye “Comprar” y “Superior al Mercado”):	53%
Neutral	5%
Vender (incluye “Vender” y “Inferior al Mercado”):	42%

El porcentaje de calificaciones sobre las compañías a las cuales se han prestado servicios de Banca de Inversión o se ha actuado como asegurador y/o colocador en ofertas públicas es el siguiente:

Comprar (incluye “Comprar” y “Superior al Mercado”):	50%
Neutral	0%
Vender (incluye “Vender” y “Inferior al Mercado”):	50%

INFORMACIONES ADICIONALES

Este documento, así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por BBVA Bancomer, S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero BBVA Bancomer (en lo sucesivo, “BBVA Bancomer”), con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y está sujeto a cambios sin previo aviso. BBVA Bancomer no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

BBVA Bancomer es regulado por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores.

Banco Bilbao Vizcaya Argentina S.A. (CE número AFR194) es regulado por la Hong Kong Monetary Authority y la Securities and Futures Commission de Hong Kong.

BBVA Bancomer, sus empleados y directivos se encuentran adheridos al Código de Conducta de Grupo Financiero BBVA Bancomer, el cual se encuentra en nuestro sitio www.bancomer.com.

BBVA Bancomer, BBVA, y sus sociedades afiliadas, entre las que se encuentra BBVA Global Markets Research están sujetas a la Política Corporativa del Grupo BBVA en el ámbito de los Mercados de Valores. En cada Jurisdicción en la que BBVA desarrolla actividades en los mercados de valores, la Política se complementa con un Reglamento Interno de Conducta el cual complementa a la Política y en conjunto con otros lineamientos se establecen medidas para prevenir y evitar conflictos de intereses con respecto a las recomendaciones emitidas por los analistas entre las que se encuentran la separación de áreas. La Política Corporativa se puede consultar en el sitio: www.bbva.com / Gobierno Corporativo / Conducta en los Mercados de Valores.

El establecimiento de un precio objetivo no implica una garantía de su realización ya que ésta pudiera verse influida por factores intrínsecos y extrínsecos que afecten tanto el desempeño de la emisora como el comportamiento del mercado accionario en que cotiza. Para obtener mayor información sobre los riesgos que afectan el desempeño de la emisora y las tendencias del mercado sobre el cual se ha determinado el precio objetivo, usted podrá solicitar nuestros reportes publicados a su ejecutivo o encontrarlos en nuestro sitio www.bancomer.com.

El inversionista que tenga acceso al presente documento debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que no han sido tomadas en consideración para la elaboración del presente informe, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario.

El contenido del presente documento se basa en informaciones que se estiman disponibles para el público, obtenidas de fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por BBVA Bancomer o cualquier otra entidad del Grupo BBVA, por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección. BBVA Bancomer, sus afiliadas, sus subsidiarias, oficinas o asociadas, o cualquier otra entidad del Grupo BBVA, o los consejeros, funcionarios o empleados de las mismas no asumen responsabilidad alguna frente a ustedes o frente a cualquier otra persona por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversionista debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros. El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversionista e incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial.

Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversionistas. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversionistas deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes a los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.

Los empleados de los departamentos de ventas u otros departamentos de BBVA Bancomer, BBVA Securities, Inc., BBVA Continental, BBVA Escritório de Representação no Brasil (Brazil), BBVA Banco Frances, BBVA Chile u otra entidad del Grupo BBVA pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opiniones contrarias a las expresadas en el presente documento; asimismo BBVA Bancomer o cualquier otra entidad del Grupo BBVA puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas en el presente documento.

Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (ii) redistribuida, retransmitida o (iii) citada, sin el permiso previo por escrito de BBVA Bancomer. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

Este documento se proporciona en el Reino Unido únicamente a aquellas personas a quienes puede dirigirse de acuerdo con la Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2001 y no es para su entrega o distribución, directa o indirecta, a ninguna otra clase de personas o entidades. En particular el presente documento únicamente se dirige y puede ser entregado a las siguientes personas o entidades (i) aquellas que están fuera del Reino Unido (ii) aquellas que tienen una experiencia profesional en materia de inversiones citadas en el artículo 19(5) de la Order 2001, (iii) a aquellas con alto patrimonio neto (High net worth entities) y a aquellas otras a quienes su contenido puede ser legalmente comunicado, incluidas en el artículo 49(1) de la Order 2001.

Este documento se distribuye para BBVA Bancomer en Singapur por la oficina de Singapur del Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA) solamente como un recurso para propósitos generales de información cuya intención es de circulación general. Al respecto, este documento de análisis no toma en cuenta los objetivos específicos de inversión, situación financiera o necesidades de alguna persona en particular y se exceptúa de la Regulación 34 del Financial Advisers Regulations ("FAR") (como se solicita en la sección 27 del Financial Advisers Act (Cap. 110) de Singapur ("FAA")).

BBVA Bancomer o el Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA) no son instituciones de depósitos autorizadas de acuerdo con la definición del "Banking Act 1959" ni está regulada por la "Australian Prudential Regulatory Authority (APRA).

El sistema retributivo del/los analista/s autor/es del presente informe se basa en una multiplicidad de criterios entre los cuales figuran los resultados obtenidos en el ejercicio económico por BBVA Bancomer y por el Grupo BBVA, incluyendo los generados por la actividad de las áreas de negocios pero aquellos no reciben compensación basada en los ingresos o alguna transacción específica las áreas de negocios.

BBVA Bancomer y el resto de entidades del Grupo BBVA que no son miembros de la FINRA (Financial Industry Regulatory Authority), no están sujetas a las normas de revelación previstas para dichos miembros.

ACCESO INTERNET

En caso de que usted haya accedido al presente documento vía Internet o vía otros medios electrónicos que le permitan consultar esta información, deberá de leer detenidamente la siguiente notificación:

La información contenida en el presente sitio es únicamente información general sobre asuntos que pueden ser de interés. La aplicación y el impacto de las leyes pueden variar en forma importante con base en los hechos específicos. Tomando en cuenta la naturaleza cambiante de las leyes, reglas y regulaciones, así como los riesgos inherentes a la comunicación electrónica, pueden generarse retrasos, omisiones o imprecisiones en la información contenida en este sitio. De acuerdo con esto, la información de este sitio se proporciona en el entendido de que los autores y editores no proporcionan por ello asesoría y servicios legales, contables, fiscales o de otro tipo.

Todas las imágenes y textos son propiedad de BBVA Bancomer y no podrán ser bajados de Internet, distribuidos, guardados, reutilizados, retransmitidos, modificados o utilizados de cualquier otra forma, con excepción a lo establecido en el presente documento, sin el consentimiento expreso por escrito de BBVA Bancomer. BBVA Bancomer hace valer sus derechos de propiedad intelectual en toda la extensión de la ley. Nada de lo aquí contenido podrá ser interpretado como una concesión por implicación, desestimación u otros de cualquier licencia o derecho al amparo de cualquier patente o marca de BBVA Bancomer o de cualquier tercero. Nada de lo aquí establecido podrá ser interpretado como una concesión de cualquier licencia o derecho bajo cualquier derecho de autor de BBVA Bancomer.