

Informe Trimestral Banxico – Un panorama más difícil para mayores recortes en el corto plazo

- Banxico publicó su *Informe Trimestral* del 2T20, el cual estuvo acompañado por una conferencia de prensa liderada por el Gobernador Alejandro Díaz de León
- En línea con nuestra expectativa, para 2020 los estimados del PIB fueron recortados y los de inflación ligeramente mayores. Creemos que esto señala un entorno más difícil en el corto plazo para fuertes recortes adicionales. Creemos que el tono del documento es menos *dovish* en el margen, en línea con el último comunicado
- El banco central mantuvo tres escenarios para el PIB ante la incertidumbre que prevalece sobre la evolución de la pandemia. El promedio simple de estos pronósticos para 2020 se ubica en -11.0% a/a desde -7.2% previo (Banorte: -9.8%). Para 2021, está en 3.2% desde 2.5% (Banorte: 1.8%)
- Sobre la inflación, destacamos estimados más elevados para la general y subyacente al menos hasta la primera mitad de 2021, aunque con la última ajustada al alza también para el resto del horizonte. No obstante, la convergencia hacia el objetivo de 3% se mantuvo sin cambios, en el 4T21
- Adicionalmente, el balance de riesgos para la inflación sigue siendo caracterizado como incierto. En este sentido destacamos que:
 - (1) Se añadieron dos factores de riesgo al alza y dos a la baja; y
 - (2) Tres factores están contemplados en ambos sentidos (tipo de cambio, energéticos y consideraciones de demanda relativa). En nuestra opinión, esto muestra claramente el alto nivel de incertidumbre sobre la dinámica hacia delante, sugiriendo que podrían presionar a la inflación en cualquier sentido
- Tras estos ajustes, los estimados de inflación de Banxico se encuentran más en línea con nuestra visión de corto plazo, aunque con diferencias importantes para el próximo año, en donde vemos más presiones
- Los tradicionales recuadros de investigación expandieron sobre los efectos de la pandemia, otorgando información valiosa en un entorno altamente incierto
- Considerando que hubo pocas sorpresas en el documento, reiteramos nuestro estimado de -50pb en la decisión del 24 de septiembre a 4.00%, con riesgos sesgados hacia un recorte más moderado (sólo -25pb)
- Curva local refleja el debate sobre magnitud de recortes

El *Informe Trimestral* mantiene un tono menos *dovish* en el margen. Banxico dio a conocer hoy su *Informe Trimestral* (IT) del 2T20, con la publicación acompañada por una conferencia de prensa liderada por el Gobernador Alejandro Díaz de León. En línea con nuestra expectativa, para 2020 los estimados del PIB fueron recortados y los de inflación ligeramente mayores. Creemos que esto señala un entorno más difícil de corto plazo para fuertes recortes adicionales. En general, vemos el tono del documento como menos *dovish* en el margen, en línea con [el último comunicado](#).

26 de agosto 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

Estrategia de Renta fija y tipo de cambio

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

Santiago Leal
Subdirector Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio
santiago.leal@banorte.com

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

Decisiones de política monetaria de Banxico en 2020

Fecha	Decisión
13 de febrero	-25pb
20 de marzo (no calendarizada)	-50pb
21 de abril (no calendarizada)	-50pb
14 de mayo	-50pb
25 de junio	-50pb
13 de agosto	-50pb
24 de septiembre	--
12 de noviembre	--
17 de diciembre	--

Fuente: Banxico

Ganadores del premio a los mejores pronosticadores económicos de México en 2019, otorgado por *Refinitiv*



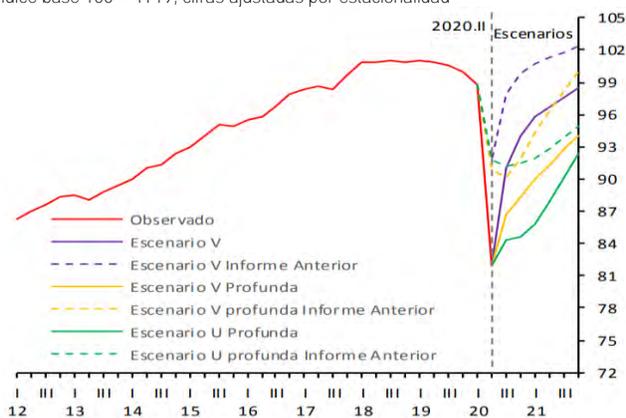
Documento destinado al público en general

Todos los escenarios del PIB se revisan a la baja. En línea con el IT previo y aun considerando un elevado grado de incertidumbre sobre la pandemia y su evolución, Banxico mantuvo tres escenarios diferentes para el PIB. Las ‘formas’ descritas son iguales pero todas se ajustaron a la baja, lo cual creemos se explica principalmente porque la caída en el 2T20 fue mayor a la anticipada, como se observa en la gráfica abajo a la izquierda. Como resultado, el promedio simple para 2020 se ajustó a -11.0% a/a desde -7.2% previo, superando tanto nuestras expectativas (-9.8%) y el consenso (-9.9%, de acuerdo con la última encuesta del banco central). Por lo tanto, 2021 se revisó al alza desde +2.5% a +3.2%. Similar a la ocasión anterior, cada escenario incorpora supuestos diferentes. La siguiente lista actualiza los principales cambios:

- (1) Escenario en forma de ‘V’: De nuevo asume que la recuperación inició en junio, igual al IT previo, contando ya con [datos publicados para el mes](#). Considera una recuperación relativamente rápida en el 3T20, seguida de un desempeño más gradual el resto del año y en todo el horizonte del pronóstico.
- (2) Escenario en forma de ‘V profunda’: También contempla una reactivación en el 3T20, antes de lo que la hacía el informe previo, aunque a un menor ritmo que en el escenario en forma de ‘V’ descrito arriba. Esto refleja la posibilidad de una mayor persistencia de la pandemia –tanto local como global–, con las medidas para combatirla levantadas de manera más gradual.
- (3) Escenario en forma de ‘U profunda’: En vez de una recuperación lenta tan pronto como en septiembre, ahora pronostica una economía débil el resto del 2020 ante el aumento de contagios a nivel global, resultando en choques más persistentes en la oferta y demanda agregada.

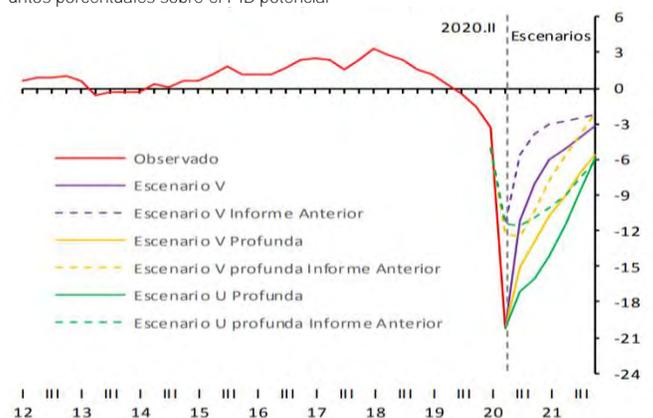
Para todos estos, los estimados puntuales se presentan en la tabla inferior. Sin embargo, y como en el último IT, no hay probabilidades explícitas para cada una de ellas, con el Gobernador Díaz de León destacando que la incertidumbre permanece muy elevada. Debemos mencionar que nuestra expectativa para 2020 de una contracción de 9.8% a/a se ubica entre el escenario en forma de ‘V’ y de ‘V profunda’; para 2021, nuestro +1.8% está más cercano a los de forma en ‘V profunda’ o ‘U profunda’.

Pronósticos del PIB
Índice base 100 = 4T19, cifras ajustadas por estacionalidad



Fuente: Extraída directamente del Informe Trimestral de Banxico del 2T20

Brecha del producto
Puntos porcentuales sobre el PIB potencial



Fuente: Extraída directamente del Informe Trimestral de Banxico del 2T20

Holgura económica sin precedentes. En línea con comunicados previos y minutas, la brecha del producto se amplió considerablemente, ubicándose cerca de -20% del PIB en el 2T20. Considerando esto, así como las revisiones a la baja en términos de actividad económica, los tres escenarios consideran niveles de holgura entre -3% y -6% del PIB al cierre de 2021. Creemos que esto es muy importante para entender los ajustes a los estimados de inflación, como se detalle en una sección a continuación.

Revisiones relevantes en otros estimados. Los pronósticos actualizados fueron para el empleo del IMSS, balanza comercial y cuenta corriente. Cabe mencionar que el panorama para el empleo es más favorable, con una pérdida estimada de -925 mil empleos, y con el intervalo superior actual correspondiendo al punto medio del último IT. Cabe mencionar que esto sucedió a pesar de una menor expectativa del PIB. Por lo tanto, creemos que esto está impulsado por mejores datos a los esperados en meses previos, considerando que las pérdidas en lo que va del año (hasta julio) se ubican exactamente en 925 mil plazas. Mientras tanto, el banco central espera un superávit de balanza comercial en todos los escenarios, con el punto medio en US\$6.1 mil millones. Esto es muy relevante ya que apoya nuestra visión de que la recuperación en el 2S20 estará impulsada por el sector externo. Finalmente, la cuenta corriente podría mantenerse en déficit, ejemplificado por el estimado de -US\$500 millones en el promedio simple.

Principales pronósticos Banxico Informe trimestral actual (2T20)			Principales pronósticos Banxico Informe trimestral anterior (1T20)		
	2020	2021		2020	2021
PIB (% a/a)			PIB (% a/a)		
Tipo 'V'	-8.8	5.6	Tipo 'V'	-4.6	4.0
Tipo 'V profunda'	-11.3	2.8	Tipo 'V profunda'	-8.8	4.1
Tipo 'U profunda'	-12.8	1.3	Tipo 'U profunda'	-8.3	-0.5
Empleo (miles)	-1,100 a -750	100 a 450	Empleo (miles)	-1,400 a -800	-200 a 400
Balanza comercial (mmd)	3.3 a 8.8 (0.3% a 0.9% del PIB)	-5.7 a 4.2 (-0.5% a 0.4% del PIB)	Balanza comercial (mmd)	-4.8 a 4.6 (-0.5% a 0.5% del PIB)	-7.2 a 4.5 (-0.6% a 0.5% del PIB)
Cuenta corriente (mmd)	-6.0 a 5.0 (-0.6% a 0.5% del PIB)	-18.1 a -2.3 (-1.5% a -0.2% del PIB)	Cuenta corriente (mmd)	-15.1 a -3.1 (-1.5% a -0.3% del PIB)	-20.5 a -4.6 (-1.8% a -0.5% del PIB)

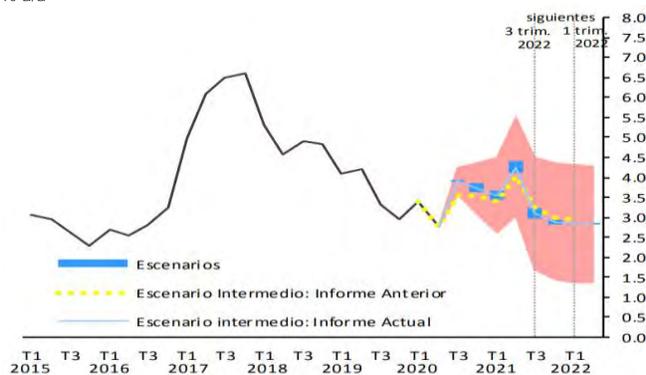
Fuente: Banxico

Fuente: Banxico

Como esperábamos, los estimados de inflación se ajustaron al alza, particularmente de corto plazo. En línea con nuestras expectativas, los estimados de inflación se revisaron al alza, particularmente para el resto del 2020 (ver tabla y gráficas abajo). El banco central dijo que esto refleja principalmente mayores precios en la no subyacente (particularmente energía) y por lo tanto se espera que su impacto sea transitorio. No obstante, también hubo ajustes en la subyacente –aunque en una magnitud más modesta– que incorpora mayores precios de mercancías, algo que ha sido una preocupación cada vez más importante para algunos miembros de la Junta de Gobierno. En general, no consideramos estos cambios muy sorprendentes, siendo menos *dovish* en el margen. Adicionalmente, creemos que es clave que el tiempo esperado para la convergencia al objetivo de inflación se dejó sin cambios, en el 4T21. Esto es consistente con la señal del último comunicado de que la inflación en el mediano plazo continúa bien anclada.

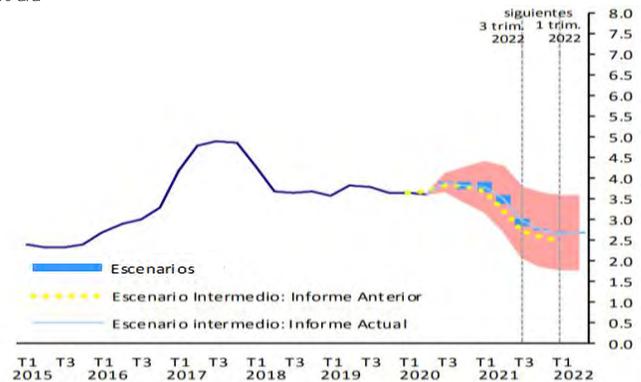
En específico, para el caso de la inflación general, el dato del 3T20 se incrementó en 40pb (a 3.9%) y el 4T20 en 20pb (a 3.7%). Esta última magnitud se repite para la primera mitad del próximo año. No obstante, comenzando en el segundo semestre de 2021, los estimados se ajustaron a la baja en 10pb en cada uno de los trimestres restantes, principalmente reflejando el impacto aritmético de un mayor efecto de base. No obstante, creemos que lo más relevante es que la inflación subyacente se incrementó para todos los periodos en el horizonte de pronóstico (excepto el 4T20), en magnitudes ente 10pb y 30pb. A pesar de lo anterior, también destacamos que el banco central aún espera una tendencia a la baja, probablemente relacionada a: (1) El desvanecimiento gradual de los choques por la pandemia; y (2) el efecto de una mayor holgura a la anticipada, resultando en menores presiones en precios por el lado de la demanda.

Gráfica de abanico: Inflación general
% a/a



Fuente: Extraída directamente del Informe Trimestral de Banxico del 2T20

Gráfica de abanico: Inflación subyacente
% a/a



Fuente: Extraída directamente del Informe Trimestral de Banxico del 2T20

Pronósticos de inflación general y subyacente
% a/a, promedio trimestral

	2020			2021				2022	
	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II
INPC									
Informe actual	2.8*	3.9	3.7	3.6	4.2	3.1	2.9	2.8	2.8
Informe anterior	2.7	3.5	3.5	3.4	4.0	3.2	3.0	2.9	--
Diferencia (pb)		40	20	20	20	-10	-10	-10	--
Subyacente									
Informe actual	3.6*	3.9	3.8	3.8	3.5	3.0	2.8	2.7	2.7
Informe anterior	3.7	3.8	3.8	3.7	3.2	2.7	2.6	2.5	--
Diferencia (pb)		10	0	10	30	30	20	20	--

Fuente: Banco de México, Informe Trimestral 2T20: *Datos observados

Más cambios relevantes en los principales riesgos impulsando la inflación...

Debemos mencionar que el banco central mantiene la caracterización del balance de riesgos como incierto, situación que ha prevalecido poco más de un año. No obstante, y en conjunto con cambios en sus estimados centrales, la lista de riesgos también se actualizó. En primer lugar, listaron cinco en cada caso –al alza y a la baja–, en vez de sólo tres en el último comunicado. Destacamos que los precios de energéticos se incluyen en ambas secciones, mientras que un menor tipo de cambio se añadió en aquellos a la baja, considerando que previamente sólo había sido contemplado entre los que podrían impulsarla hacia arriba. Similar a lo anterior, una mayor demanda relativa por ciertos bienes se incluyó en los riesgos al alza, y se mantuvo en aquellos a la baja.

Esto probablemente refleja la tendencia observada en los bienes dentro del componente subyacente, sobre todo alimentos procesados ante su estatus de esencial. En segundo lugar, entre aquellos al alza, posibles problemas a cadenas de suministro y mayores costos para cumplir con las medidas sanitarias tuvieron un mayor peso que previamente, en segundo puesto sólo detrás de presiones en el tipo de cambio. En general, destacamos que tres factores son compartidos en ambas secciones (tipo de cambio, energía y consideraciones de demanda relativa). En nuestra opinión, esto muestra claramente la elevada incertidumbre que prevalece acerca de la evolución de estos factores hacia delante, sugiriendo que podrían presionar a la inflación en cualquier sentido y que apoyan la caracterización del balance de riesgos como incierto.

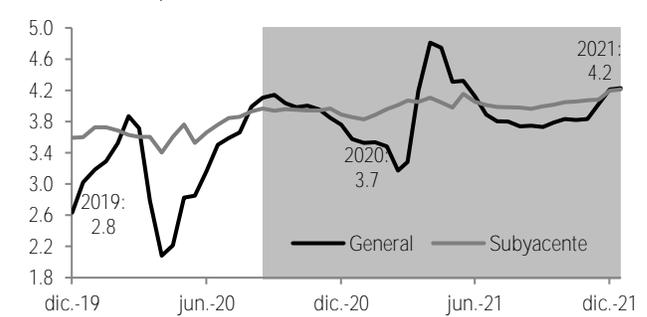
...mismos que, en el balance, vemos más sesgados al alza. Tras estos ajustes, los estimados de inflación están más en línea con nuestras expectativas de corto plazo, aunque con importantes diferencias para el próximo año (en particular el 2S21), periodo en el cual anticipamos mayores presiones (ver tabla y gráfica abajo). Específicamente, pensamos que un factor clave detrás de estas diferencias es que asumimos que algunos de los efectos negativos de la pandemia permanecerán por más tiempo, destacando entre ellos: (1) Un peso más débil frente al dólar, situación que vemos de naturaleza más permanente y que podría inducir una mayor magnitud del efecto de traspaso a pesar del grado de holgura; (2) un efecto negativo de oferta ante el cierre de negocios, otorgando mayor poder de influir en los precios a las empresas; (3) continuidad de las medidas de distanciamiento social, aumentando los costos operativos; y (4) un impacto al PIB potencial, con la desaceleración en la inversión permaneciendo ya por algún tiempo, cayendo con fuerza en 2020 y con una recuperación modesta en 2021.

Pronósticos de inflación
% a/a, promedio trimestral

	1T20	2T20	3T20	4T20	1T21	2T21	3T21	4T21
General								
Banxico			3.9	3.7	3.6	4.2	3.1	2.9
Banorte	3.4*	2.8*	3.9	3.9	3.5	4.4	3.8	4.0
Subyacente								
Banxico			3.9	3.8	3.8	3.5	3.0	2.8
Banorte	3.7*	3.6*	3.9	3.9	4.0	4.1	4.0	4.1

* Datos observados. Fuente: Banxico, Banorte

Trayectoria de inflación
% a/a, frecuencia quincenal



Fuente: INEGI, Banorte

Un análisis extenso sobre los efectos de la pandemia en los recuadros de investigación. Los recuadros analizaron el impacto directo del COVID-19 en sectores económicos específicos, los efectos directos e indirectos en los mercados, y políticas adoptadas para combatirla. Estos incluyeron: (1) El efecto de las medidas de confinamiento en la actividad económica global; (2) La pandemia y la actividad económica en México; (3) Evolución reciente de los agregados monetarios y crediticios en distintas economías; (4) Adopción de criterios contables especiales y sus efectos sobre la cartera de crédito de la banca al sector privado no financiero; (5) Mayor volatilidad de la inflación y sus expectativas en el contexto de la pandemia; (6) Evolución de la inflación en distintos países; y (7) Evolución de los flujos de capital y la aversión al riesgo.

En particular, enfocamos nuestra atención en el (2) y (5). En el primer caso, destacamos que se encontró una correlación entre una movilidad más reducida y menores contagios, aunque a un costo de menor actividad económica y mayores pérdidas de empleo. Sin embargo, también muestra que el desempeño dentro del país fue bastante heterogéneo, consistente con las cifras publicadas hasta ahora. En el segundo caso, los precios han mostrado mayor volatilidad debido a la pandemia, con evidencia de una distribución con colas más pesadas y largas además de un mayor sesgo en categorías relevantes tales como bienes y servicios en el componente subyacente. El análisis afirma que esto ha contaminado las expectativas de inflación, con una mayor desviación estándar en los estimados de los analistas del sector privado.

Mantenemos nuestra expectativa de que Banxico recortará la tasa en 50bp el 24 de septiembre, a 4.00%. Debido a que hoy no tuvimos fuertes sorpresas respecto a nuestras expectativas, reiteramos nuestra visión de que el banco central bajará la tasa de referencia en 50pb el 24 de septiembre, a 4.00%. Sin embargo, el riesgo está sesgado hacia una reducción más modesta (solo -25pb), principalmente debido a los cambios en los pronósticos de inflación de corto plazo. Mantenemos nuestra expectativa debido, sobre todo, a dos factores: (1) Estimados del PIB que han estado cayendo ya por bastante tiempo, mientras que Banxico no ha mostrado grandes preocupaciones respecto a las expectativas de inflación de mediano y largo plazo; y (2) una disminución de 50pb todavía es consistente con una tasa real positiva, la cual podría ser un límite inferior para la mayoría de los miembros. Sin embargo, ante los eventos más recientes, no podemos descartar una postura de mayor cautela, particularmente considerando que se han acumulado 375pb de recortes desde el inicio del ciclo de relajamiento. Sobre esto último, creemos que las minutas de la última decisión, a publicarse mañana, podrían otorgar información adicional valiosa sobre la postura relativa entre los miembros de la Junta de Gobierno. En especial, estaremos enfocados a los posibles comentarios sobre el “espacio disponible” de mayor relajamiento, incluso a pesar de la señal del banco central de que esto dependerá sobre todo en nueva información sobre la inflación y sus expectativas. Creemos que el voto disidente fue del Subgobernador Javier Guzmán, mientras que también estaremos atentos también a la opinión sobre la postura monetaria más adecuada en un entorno altamente incierto, no solo por el virus, sino también por otros riesgos geopolíticos, tales como la próxima elección en EE.UU.

De nuestro equipo de estrategia de renta fija y tipo de cambio

Curva local refleja el debate sobre magnitud de recortes. El mercado de renta fija local ha observado una semana bajo presión, impulsado desde el lunes tras la sorpresa al alza en la inflación de la primera quincena de agosto y bajo un cuadro de pérdidas generalizadas en bonos soberanos globales. En este contexto la curva de *Treasuries* ha retomado un sesgo de empinamiento con un mercado aguardando expectante información que pudiera surgir de las reuniones de Jackson Hole a partir de mañana bajo una escena de apetito por riesgo robusto. Tras el IT, la curva local extendió en 2-3pb una sesión ya ampliamente presionada, para finalizar con pérdidas de 6pb en promedio para los Bonos M y de 4pb en derivados de TIIIE-28, aunque alcanzando hasta 12pb y 7pb, respetivamente, en instrumentos de largo plazo.

Combinándose con descuento de la curva que actualmente incorpora recortes implícitos acumulados para Banco de México por -30pb en lo que resta de 2020, esta reacción valida un posicionamiento del mercado que continúa debatiendo sobre la magnitud de los recortes finales en este ciclo acomodaticio. Dada esta situación, valuaciones apretadas en la curva nominal y desviaciones relativamente menores en diferenciales de plazo, por lo que sugerimos esperar mejores niveles de entrada para estructurar nuevas recomendaciones direccionales.

En el cambiario, el peso mexicano observó una ligera depreciación durante la presentación del *Informe Trimestral* pasando de USD/MXN 21.92 hasta 21.98, ajuste que ha relajado retomando niveles de 21.92, mostrando pocos cambios respecto al cierre de ayer. La divisa se ha mantenido bajo un canal sumamente lateral desde mediados de junio, operando bajo una banda definida por 21.85 y 23.23 las últimas 11 semanas en donde se ha sumado a la compresión de volatilidad realizada en el universo amplio de divisas, pero retrasándose de un marcado debilitamiento del dólar norteamericano. En nuestra opinión, el peso pudiera aún beneficiarse de un impulso adicional en el apetito por riesgo global, el cual sugerimos aprovechar para posicionarse previo a la fase electoral norteamericana. Esperamos una dinámica más volátil hacia finales del trimestre con una trayectoria asociada principalmente a esta prima geopolítica, por lo que vemos atractiva la zona de USD/MXN 21.50 para estructurar largos en USD, reconociendo una fuerte resistencia en 21.80.

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 Thalia Orozco Vélez, Gerardo Daniel Valle Trujillo, Eridani Ruibal Ortega y Juan Barbier Arizmendi, 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
COMPRA	Cuando el rendimiento esperado de la acción sea mayor al rendimiento estimado del IPC.
MANTENER	Cuando el rendimiento esperado de la acción sea similar al rendimiento estimado del IPC.
VENTA	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.

Dirección General Adjunta de Análisis Económico y Relación con Inversionistas			
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
Análisis Económico y Estrategia Financiera de Mercados			
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
Análisis Económico			
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
Estrategia de Mercados			
Manuel Jiménez Zaldivar	Director Estrategia de Mercados	manuel.jimenez@banorte.com	(55) 5268 - 1671
Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio			
Santiago Leal Singer	Subdirector Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	santiago.leal@banorte.com	(55) 1670 - 2144
Leslie Thalia Orozco Vélez	Gerente Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	leslie.orozco.velez@banorte.com	(55) 5268 - 1698
Análisis Bursátil			
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
Eridani Ruibal Ortega	Analista	eridani.ruibal.ortega@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2755
Juan Barbier Arizmendi	Analista	juan.barbier@banorte.com	(55) 1670 - 1746
Análisis Deuda Corporativa			
Tania Abdul Massih Jacobo	Director Deuda Corporativa	ania.abdul@banorte.com	(55) 5268 - 1672
Hugo Armando Gómez Solís	Subdirector Deuda Corporativa	hugo.gomez@banorte.com	(55) 1670 - 2247
Gerardo Daniel Valle Trujillo	Gerente Deuda Corporativa	gerardo.valle.trujillo@banorte.com	(55) 1670 - 2248
Estudios Económicos			
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
Banca Mayorista			
Armando Rodal Espinosa	Director General Banca Mayorista	armando.rodal@banorte.com	(55) 1670 - 1889
Alejandro Aguilar Ceballos	Director General Adjunto de Administración de Activos	alejandro.aguilar.cebaldos@banorte.com	(55) 5004 - 1282
Alejandro Eric Faesi Puente	Director General Adjunto de Mercados y Ventas Institucionales	alejandro.faesi@banorte.com	(55) 5268 - 1640
Alejandro Frigolet Vázquez Vela	Director General Adjunto Sólida	alejandro.frigolet.vazquezvela@banorte.com	(55) 5268 - 1656
Arturo Monroy Ballesteros	Director General Adjunto Banca Inversión	arturo.monroy.ballesteros@banorte.com	(55) 5004 - 5140
Carlos Alberto Arciniega Navarro	Director General Adjunto Tesorería	carlos.arciniega@banorte.com	(81) 1103 - 4091
Gerardo Zamora Nanez	Director General Adjunto Banca Transaccional y Arrendadora y Factor	gerardo.zamora@banorte.com	(81) 8173 - 9127
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) 5249 - 6423
Lizza Velarde Torres	Director Ejecutivo Gestión Banca Mayorista	lizza.velarde@banorte.com	(55) 4433 - 4676
Osvaldo Brondo Menchaca	Director General Adjunto Bancas Especializadas	osvaldo.brondo@banorte.com	(55) 5004 - 1423
Raúl Alejandro Arauzo Romero	Director General Adjunto Banca Transaccional	alejandro.arauzo@banorte.com	(55) 5261 - 4910
René Gerardo Pimentel Ibarrola	Director General Adjunto Banca Corporativa e Instituciones Financieras	pimentelr@banorte.com	(55) 5004 - 1051
Ricardo Velázquez Rodríguez	Director General Adjunto Banca Internacional	rvelazquez@banorte.com	(55) 5004 - 5279
Víctor Antonio Roldan Ferrer	Director General Adjunto Banca Empresarial	victor.rolan.ferrer@banorte.com	(55) 1670 - 1899