

La semana en cifras

Esperamos que Banxico reanude el ciclo de bajas con un recorte de 25pb

- Decisión de política monetaria (11-febrero).** El jueves, el banco central llevará a cabo su primera reunión de política monetaria de este año, en la cual esperamos que reduzcan la tasa de referencia en 25pb a 4.00%. Con ello finalizaría la pausa tomada desde la decisión del 12 de noviembre, con un respiro de solo dos reuniones. Como [mencionamos en su momento](#), varios factores abonarían a que esto suceda. Sin embargo, creemos que algunos de los últimos acontecimientos han hecho que la decisión se torne más complicada –especialmente en el frente inflacionario–, aunque no lo suficiente como para que no se implemente el recorte. Creemos que la decisión será dividida, con al menos uno e inclusive dos miembros a favor de mantener la tasa sin cambios. Después de esto, esperamos dos disminuciones adicionales de la misma magnitud (en marzo y mayo), llevando la tasa a 3.50%
- Inflación (enero).** Esperamos un incremento de 0.81% m/m, superando el 0.38% del mes previo. Por su parte, anticipamos el rubro subyacente en 0.34%, lo que se traduciría en una contribución de 26pb, muy cercana a su promedio de los últimos cinco años. Por lo tanto, las presiones estarían concentradas en el componente no subyacente, aumentando 2.24% m/m ante alzas en energéticos, con su mayor avance desde noviembre de 2019. De materializarse nuestro estimado, la inflación anual subiría de 3.15% al cierre del año pasado a 3.48%, con la subyacente relativamente estable en 3.82% (previo: 3.80%). La no subyacente se presionaría desde 1.18% a 2.47%

5 de febrero 2021

www.banorte.com
@ analisis_fundam

Juan Carlos Alderete, CFA
Director, Análisis Económico
juan.alderete.macal@banorte.com

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

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



Documento destinado al público en general

Calendario de eventos económicos

FECHA	HORA	INDICADOR	PERIODO	UNIDAD	BANORTE	CONSENSO	PREVIO
lun. 8 feb.	6:00am	Confianza del consumidor	Enero	índice	<u>37.8</u>	--	38.1
mar. 9 feb.	6:00am	Inflación general	Enero	% m/m	<u>0.81</u>	0.79	0.38
		Subyacente		% a/a	<u>3.48</u>	3.47	3.15
				% m/m	<u>0.34</u>	0.35	0.55
				% a/a	<u>3.82</u>	--	3.80
mar. 9 feb.	9:00am	Reservas internacionales	5-feb	US\$ miles millones	--	--	195.9
mié. 10-feb.		Negociaciones al salario contractual	Enero	%	--	--	5.4
jue. 11-feb.	6:00am	Producción industrial	Diciembre	% a/a	<u>-2.4</u>	-2.4	-3.7
		Desestacionalizada		% m/m	<u>-0.1</u>	0.4	1.1
		Minería		% a/a	<u>-1.4</u>	--	-2.4
		Electricidad, agua y gas		% a/a	<u>-9.9</u>	--	-7.0
		Construcción		% a/a	<u>-9.5</u>	--	-7.8
		Manufacturas		% a/a	<u>1.2</u>	0.9	-2.1
jue. 11-feb.	1:00pm	Decisión de política monetaria de Banxico	11-feb	%	<u>4.00</u>	4.00	4.00
vie. 12-feb.		Creación de empleos asociados al IMSS	Enero	miles	--	--	-277.8

Fuente: Banorte; Bloomberg

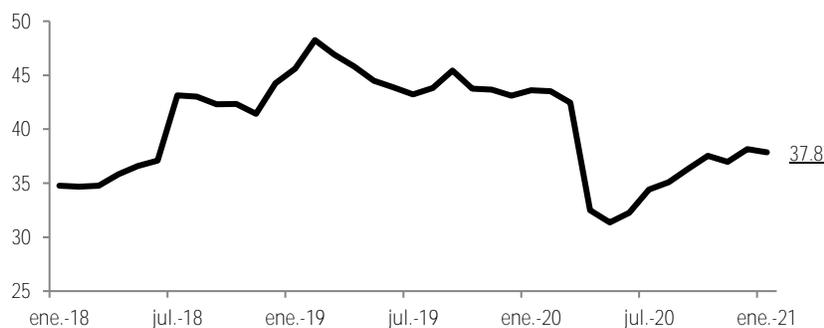
Procediendo en orden cronológico...

LUNES – Confianza del consumidor (enero); Banorte: 37.8pts (cifras ajustadas por estacionalidad); anterior: 38.1pts. Anticipamos una disminución relativo al mes previo, con factores de mixtos a negativos en el periodo. Destacamos de nuevo la dinámica de la pandemia, con más estados en semáforo ‘rojo’ durante el periodo en que se levanta la encuesta. En específico, del 1 al 20 de enero el número de estados en esta categoría subió de 3 a 10, con ‘naranja’ de 24 a 19. En ‘verde’ disminuyeron de 2 a solo 1. Los contagios y muertes diarias alcanzaron un nuevo máximo histórico el 21 de enero, con 22,339 y 1,803, respectivamente. En este sentido, en abril del año pasado –cuando se reflejó por primera vez el efecto de la pandemia en el indicador– los componentes más afectados fueron los de condiciones presentes de hogares y el país. El posible impacto sería más moderado en esta ocasión, aunque nuevamente concentrándose en estos rubros. También notamos que los indicadores de movilidad sí mostraron una caída importante en enero, contrario a la dinámica de diciembre. Por el contrario, los componentes de expectativas podrían ser más resistentes, sobre todo considerando el inicio de la distribución y aplicación de vacunas en el país a partir del 24 de diciembre (a pesar de su inicio relativamente lento).

Por otra parte, también tuvimos presiones en precios en la primera mitad del mes, sobre todo en energéticos, lo que estimamos continuó en la segunda parte (para detalles, [ver abajo](#)). En conjunto con los típicos ajustes en precios a principios del año (en buen parte por actualizaciones del IEPS), esto podría afectar al ‘poder de compra’, que sigue por mucho como el subíndice más bajo en términos absolutos. Sin embargo, también hubo noticias positivas, entre ellas: (1) [El aumento de 15% al salario mínimo](#) a pesar de la debilidad de la economía; y (2) disminución del IVA e ISR en algunos municipios de la frontera sur, aunque con un efecto limitado en términos del total de población beneficiada.

Hacia adelante, seguimos esperando un avance gradual de la confianza, soportado por: (1) Una expectativa de crecimiento mayor a la de los analistas, en buena medida por un buen desempeño de la economía de EE.UU.; y (2) la continuidad del proceso de vacunación, lo que permitiría un gradual ‘regreso a la normalidad’. Los principales factores de riesgo se concentran en la incertidumbre inherente a la pandemia, sobre todo ante la mutación del virus. Por último, estamos algo cautelosos sobre la primera mitad del año, tomando también en cuenta el potencial nerviosismo por las elecciones intermedias del 6 de junio.

Confianza del consumidor
Pts, cifras ajustadas por estacionalidad



Fuente: Banorte con datos de INEGI

MARTES – Reporte de inflación (enero); Banorte: 0.81% m/m; anterior: 0.38%. Por su parte, anticipamos el rubro subyacente en 0.34%, lo que se traduciría en una contribución de 26pb, muy cercana a su promedio de los últimos cinco años. Por lo tanto, las presiones estarían concentradas en el componente no subyacente, aumentando 2.24% m/m, su mayor avance desde noviembre de 2019. De materializarse nuestro estimado, la inflación anual subiría de 3.15% al cierre del año pasado a 3.48%, con la subyacente relativamente estable en 3.82% (previo: 3.80%). La no subyacente se presionaría desde 1.18% a 2.47%.

En particular, el componente no subyacente explicaría 55pb del total. Similar a [la primera quincena](#), los energéticos extenderían las presiones al alza, con avances adicionales en las referencias internacionales y un tipo de cambio en el margen ligeramente más débil en la segunda quincena. En este sentido, estimamos la gasolina de bajo octanaje en 5.9% m/m (+27pb) y la de alto octanaje en +5.1% (+3pb). Si bien ya observamos el usual ajuste al IEPS al inicio del año, los precios continuaron subiendo en la segunda mitad del mes. Por su parte, el estímulo fiscal a los combustibles sigue en cero, dado que los precios aún no superan la referencia fijada en términos reales. Por su parte, el gas LP aumentaría 7.4% (+16pb), más modesto en la última parte del mes que reflejaría la dinámica en los futuros de este bien en EE.UU. Con ello, la contribución total de los energéticos sería de 46pb en el periodo. La contribución de agrícolas sería de +6pb, distribuidos de manera bastante equitativa entre frutas y verduras (+2pb) y pecuarios (+4pb). En los primeros, la primera quincena mostró un avance relevante en la papa, compensado por una caída en las cebollas. En este contexto, nuestro monitoreo mostró una ligera disminución del jitomate, con las cebollas extendiendo las bajas y las papas aumentando más (afectadas por factores estacionales). En los segundos anticipamos una ligera reversión al alza del huevo tras caer en la primera mitad, con el pollo todavía presionado.

En la subyacente, los bienes avanzarían 0.5% (+20pb). En la primera quincena vimos presiones en algunas mercancías como cigarrillos y refrescos, reflejando también actualizaciones en el IEPS. No obstante, tras esto esperamos un comportamiento más modesto en general, tanto en mercancías alimenticias como otros bienes, reflejando la prevalencia de condiciones de holgura y un tipo de cambio estable, entre otros factores. Pasando a los servicios (0.2%; +6pb), no esperamos ajustes relevantes en educación (0.1%), recordando que en la segunda quincena del mes vemos algunos ajustes en las cuotas universitarias. Sin embargo, considerando el impacto de la pandemia creemos que las alzas podrían ser limitadas. Pasando a otros servicios, los relacionados al turismo mostraron una caída más moderada respecto al promedio histórico en el cambio de año; por lo tanto, también esperamos cierta estabilidad. Finalmente, categorías como las loncherías y restaurantes parecerían estar respondiendo a alzas tanto al salario mínimo como en los energéticos.

MARTES – Reservas internacionales (5 de febrero); anterior: US\$195,946 millones. La semana pasada, las reservas disminuyeron en US\$11 millones, explicado principalmente por una menor valuación de los activos de la institución. Con ello, las reservas registraron un saldo de US\$195,946 millones (ver tabla abajo). En lo que va del año las reservas internacionales han incrementado en US\$279 millones.

Reservas internacionales
Millones de dólares

	2019	29-ene.-21	29-ene.-21	Acumulado en el año
	Saldos		Flujos	
Reserva Internacional (B)-(C)	195,667	195,946	-11	279
(B) Reserva Bruta	199,056	203,186	1,191	4,130
Pemex	--	--	0	450
Gobierno Federal	--	--	1,227	4,285
Operaciones de mercado	--	--	0	0
Otros	--	--	-36	-606
(C) Pasivos a menos de 6 meses	3,389	7,240	1,202	3,851

Fuente: Banco de México

JUEVES – Producción industrial (diciembre); Banorte: -2.4% a/a; anterior: -3.7%. Cabe mencionar que el resultado estaría parcialmente apoyado por dos días laborales más en la comparación anual. A pesar de lo anterior, nuestro pronóstico es más fuerte que: (1) El dato implícito en el [PIB preliminar del 4T20](#), en -2.7% a/a; y (2) el [último estimado del INEGI de acuerdo al IOAE](#), alrededor de -4.0% (de acuerdo con nuestros cálculos). Esta cifra reforzaría la evidencia de que la industria ha sido más resistente al deterioro de la dinámica del COVID-19. Para el 4T20 y todo el año, el estimado es consistente con caídas de 3.2% y 10.0%, respectivamente. Con cifras ajustadas por estacionalidad estimamos -0.1% m/m, rompiendo con seis meses de avances consecutivos, aunque no tan negativo en el margen considerando la coyuntura actual, así como un efecto de base más retador.

Anticipamos el mejor desempeño en las manufacturas, en 1.2% a/a (+0.4% m/m). En este sentido, la balanza comercial sugiere una renovada fortaleza, con las exportaciones del sector repuntando 13.6% a/a desde 2.7% en noviembre. Un fuerte soporte provino de las automotrices (11.3%), mismas que crecieron de manera muy vigorosa a pesar de que la huelga de GM del año pasado ya había sido resuelta –por lo que el resultado no estuvo distorsionado por un efecto de base–. Además, otras manufacturas también se aceleraron, en 14.8% desde 4.8% previo. Este desempeño también está apoyado por las importaciones de bienes intermedios no petroleros (7.4% a/a), muy relacionadas al sector debido a la integración de las cadenas de valor en Norteamérica. La producción industrial en EE.UU. también fue más favorable en el margen al caer 2.8%, segundo mejor indicador desde febrero, cuando los efectos de la pandemia apenas comenzaban. Las cifras de empleo también fueron positivas. El único indicador que sugiere algo de cautela fue el IMEF manufacturero.

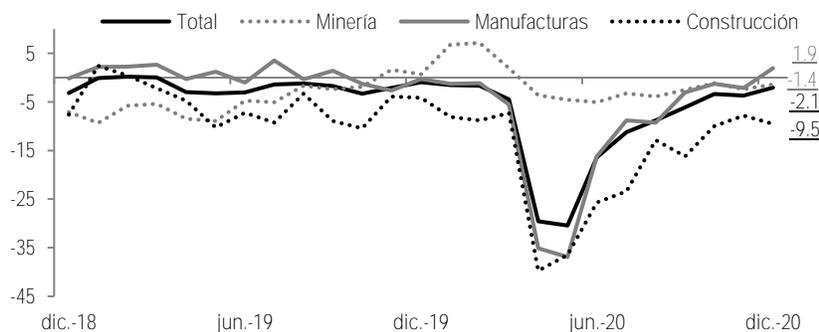
En la construcción vemos -9.5% a/a (-1.0% m/m). Nuestra expectativa de una contracción se da solo después de sorpresas muy positivas en los dos últimos meses. Estamos cautelosos sobre todo por la evolución de la pandemia, tanto global como local, además de otras señales de debilidad de la demanda doméstica. En nuestra opinión, estos factores siguen afectando el nivel de incertidumbre, mismo que es clave para el sector.

Reconocemos que los indicadores disponibles para diciembre mejoraron en el margen. Estos incluyen los de tendencia de contratistas y subcontratistas del INEGI (que extendieron su avance en enero) y el ‘momento adecuado para invertir’ en la confianza empresarial. Sin embargo, esta última sigue muy por debajo de los niveles registrados antes de la pandemia con excepción de los componentes sobre el futuro. Creemos que esto se debe al optimismo generado por las noticias sobre las vacunas. Por el contrario, las condiciones económicas domésticas siguen siendo el principal obstáculo para el crecimiento, de acuerdo con [la última encuesta de Banxico](#).

Por último, anticipamos la minería en -1.4% a/a, también más alto que en noviembre (-2.4% m/m). Esto resultaría en un modesto avance de 0.2% m/m, con la recuperación secuencial extendiéndose por séptimo mes al hilo. En este sentido, la producción de petróleo de Pemex fue de 1,712kbpd, máximo desde abril pasado, con la tasa anual en -1.2%. La producción de gas fue similar, en -3.4% desde -4.8% anterior. Estas tendencias se observan también al incluir la producción de privados. Por su parte, esperamos una relativa mejoría en el sector no petrolero, con la señal de las exportaciones extractivas en la balanza comercial todavía bastante favorable. En total, las limitaciones estructurales del sector persisten a pesar de un desempeño relativamente bueno, posiblemente ayudado también por la mejoría de las condiciones climatológicas.

Reiteramos nuestra expectativa de que la industria probablemente seguirá siendo el principal motor del crecimiento, en particular las manufacturas, a su vez impulsadas por el dinamismo económico de EE.UU. En este sentido, estimamos que las actividades secundarias avancen 5.2% este año, con las exportaciones (del lado de la demanda) creciendo 8.0% y las importaciones 10.0%. En los próximos meses estaremos muy pendientes de anuncios adicionales de los planes de inversión público-privado y actualizaciones sobre los proyectos en marcha, con oficiales de la SHCP afirmando recientemente que estos serán publicados muy pronto.

Producción industrial
% a/a



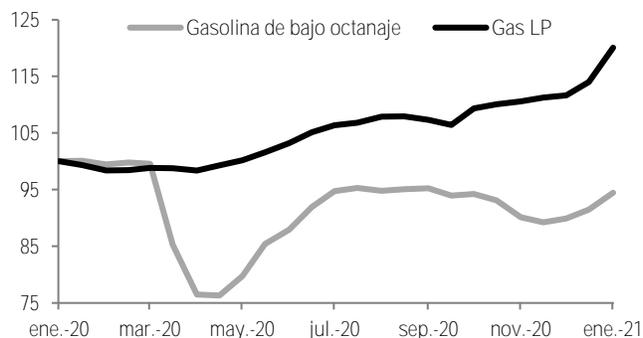
Fuente: INEGI, Banorte

JUEVES – Decisión de política monetaria de Banxico (11 de febrero):

Banorte: 4.00% a/a; anterior: 4.25%. El jueves, el banco central llevará a cabo su primera reunión de política monetaria de este año, en la cual esperamos que reduzcan la tasa de referencia en 25pb a 4.00%. Con ello finalizaría la pausa tomada desde la decisión del 12 de noviembre, con un respiro de solo dos reuniones (noviembre y diciembre). Como [mencionamos en su momento](#), varios factores abonarían a que esto suceda. Sin embargo, creemos que algunos de los últimos acontecimientos han hecho que la decisión se torne más complicada –especialmente en el frente inflacionario–, aunque no lo suficiente como para que no se implemente el recorte. En este contexto, creemos que la decisión será dividida, con al menos uno e inclusive dos miembros a favor de mantener la tasa sin cambios. El consenso de *Bloomberg* apunta a una reducción de 25pb, con 10 de 12 analistas esperando esta acción.

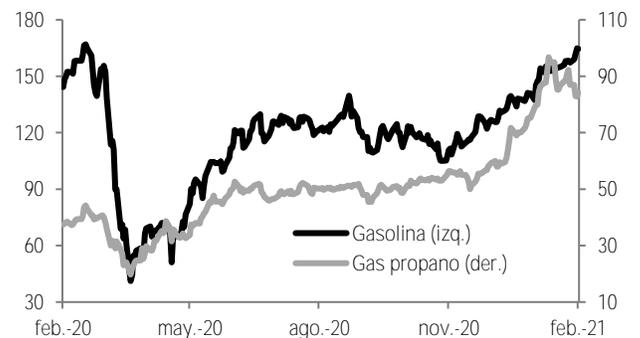
En específico, en el frente de inflación, los precios de ‘otras mercancías’ registraron un rebote importante en la primera quincena de diciembre, eliminando algunos de los riesgos a la baja que consideraba el banco central tras los descuentos de *El Buen Fin*. No obstante, esto formaba parte del escenario central de la institución. De cualquier forma, la inflación cerró el año en 3.15% a/a. Tras esto, y de manera más relevante, los precios registraron un repunte más fuerte al anticipado en la primera quincena de enero, situación que esperamos se extienda al resto del mes ([ver sección arriba](#)). Esto se explica por diversos factores, principalmente por choques en energéticos, destacando el gas LP y la gasolina (ver gráfica abajo, izquierda). Nuestra expectativa original era que los precios sí se ajustaran al alza, aunque de manera más progresiva a la observada hasta ahora (ver gráfica abajo, derecha). Esto se inserta en un entorno en el cual los riesgos al alza para la inflación global podrían estar materializándose más rápidamente. En específico, los inversionistas han reaccionado con fuerza a la expectativa de un mayor crecimiento global, en especial por un mayor estímulo fiscal en EE.UU. tras la “*Ola Azul*” –con el paquete de estímulo de US\$1.9 mil millones aun discutiéndose en el Congreso–.

Inflación: Gasolina de bajo octanaje y gas LP
Índice 100 = 1ª quincena de enero 2020



Fuente: INEGI, Banorte

Futuros de gasolina y gas propano en EE.UU.
Centavos de dólar por galón



Fuente: Bloomberg

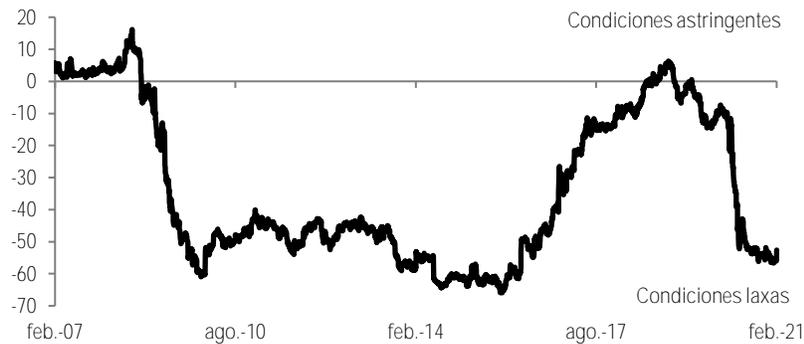
En este contexto, las expectativas de inflación también han reaccionado. Para 2021, las de los analistas se han mantenido relativamente estables, actualmente en 3.66% de acuerdo con la última encuesta del banco central. Sin embargo, hemos visto ajustes más importantes en las primas embebidas en los instrumentos de mercado, con la inflación implícita en los *breakevens* de tres años de 3.26% al momento de la última decisión a 3.41% actualmente. A pesar de esto, los resultados de inflación hasta ahora son consistentes con la trayectoria del banco central en el último [Informe Trimestral](#), en especial tomando en cuenta el espacio generado por la sorpresa positiva al cierre del año pasado. En específico, creemos que este último factor será un apoyo relevante para que el banco central pueda reiniciar el ciclo de bajas.

Sobre la actividad económica, la sorpresa positiva en el [PIB del 4T20](#) podría convencer a algunos miembros de la Junta de Gobierno de que se puede esperar más para reiniciar el ciclo de bajas. En específico, el PIB fue de -8.3% a/a en 2020, mejor al -8.9% del banco central. En nuestra opinión esto es inclusive más relevante ya que sucedió a pesar del deterioro en las condiciones epidemiológicas. No obstante, las señales al inicio del año son en el margen negativas, con más estados pasando a semáforo ‘rojo’ y la movilidad disminuyendo nuevamente. En este sentido, y tomando en cuenta que la brecha del producto sigue muy negativa, consideramos que las últimas noticias en este frente no serán un impedimento para que la autoridad monetaria reinicie el relajamiento.

Por su parte, pensamos que la evolución de las condiciones financieras desde la última decisión ha sido bastante neutral. El tipo de cambio –relevante para el panorama inflacionario– pasó de 19.68 a 20.13, con una banda intradía entre 19.55 a 20.67. En el margen, el peso se ha debilitado ante un rebote del USD a nivel global. Sin embargo, la volatilidad implícita de corto plazo ha estado contenida a pesar de fuertes ajustes en otros activos, como algunas acciones en EE.UU. (*e.g.* GameStop, AMC). Sobre los flujos de entrada del exterior a bonos gubernamentales, la información muestra una ligera salida neta de \$1,368 millones en Cetes y Bonos M en lo que va del año. Sin embargo, datos de *EPFR Global* sugieren un desempeño más favorable, sobre todo hacia el mercado accionario, debido a un mayor apetito al riesgo ante la mejor expectativa de crecimiento y estímulos, entre otros. En el agregado, el índice de condiciones monetarias (ver gráfica abajo) muestra un relajamiento relevante a lo largo de todo 2020.

Sin embargo, aún se mantienen un poco más apretadas que en 2014/2015, cuando la tasa de referencia alcanzó un mínimo histórico de 3%. Por último, en términos de la postura monetaria relativa, el Fed sigue señalizando que no ve alzas de la *Fed funds* al menos hasta 2023 –de acuerdo con el último *dot plot*– y que es muy temprano para un *tapering* de las compras de activos. Estos dos últimos factores apuntan a que todavía existe espacio de relajamiento y una ventana de oportunidad para continuar recortando, aunque más limitado.

Índice de condiciones monetarias
Desviaciones del tipo de cambio y tasa de interés reales



Fuente: Banorte con datos de Banxico, Bloomberg

Además de lo anterior, creemos que los siguientes factores siguen apoyando nuestra expectativa:

- (1) *Composición y postura de los miembros de la Junta de Gobierno.* En primer lugar, será muy importante la postura de la nueva integrante, la Subgobernadora Galia Borja, para el balance de la Junta. Creemos que votará a favor un recorte de 25pb, con un sesgo *dovish*. Identificamos con este sesgo también a los Subgobernadores Heath y Esquivel. En el primer caso, destacamos sus recientes comentarios en nuestro podcast, [Norte Económico](#). En nuestra opinión, señaló bastante preocupación tras la caída del PIB de 8.3% a/a del año pasado. Nuestra impresión es que considera que el nivel actual de la inflación mantiene la ventana abierta para más recortes –votando de manera disidente por -25pb en las últimas dos reuniones–. Sin embargo, consideró que a partir de abril la situación es más incierta, ya que dependerá de la dinámica de precios hasta ese momento y la influencia de un efecto de base crecientemente retardador que impulsará al alza la tasa anual. Por lo tanto, no descartó que la ventana se cierre en dicho momento. En el caso de Esquivel, seguimos viendo una postura *dovish*. En las últimas minutas argumentó que la tasa real *ex ante* sigue muy alta en relación a otros pares, la caída de la inflación anual (actualmente en 3.33% desde 4.09% en la 2ª quincena de octubre, último conocido antes de iniciar la pausa) y la expectativa de una reactivación lenta, hacen prudente reiniciar el ciclo de relajamiento.
- (2) *Menor preocupación por cambios regulatorios.* En las últimas minutas, los miembros discutieron sobre los cambios propuestos a la Ley de Banco de México, reconociéndolo como un riesgo para el tipo de cambio y por lo tanto para la inflación. Además, mencionaron que “...es fundamental que la solución que se alcance preserve la autonomía de este Instituto Central y que no afecte su operación...”. Tomando en cuenta las noticias más recientes, consideramos que han disminuido parte de los riesgos que mencionó la Junta de Gobierno en las minutas referidas, lo cual podría contribuir al escenario de un recorte adicional de la tasa.

En conclusión, la reciente evolución de la inflación y otras variables alude a que la próxima decisión de política monetaria se ha vuelto más compleja. A lo anterior hay que sumar que la incertidumbre sigue muy elevada en varios otros frentes. Entre ellos, destacamos la evolución de las curvas de contagio (y la existencia de nuevas cepas del virus), el posible ritmo de desaceleración en el 1T21 ante mayores restricciones por el COVID-19, el monto final de estímulos fiscales adicionales (sobre todo en EE.UU.), la trayectoria del peso mexicano y los mercados (incluyendo los *commodities* y su posible impacto en la inflación). En este contexto, el banco central probablemente se mantenga muy dependiente de los datos y los eventos. Por lo pronto, mantenemos nuestra expectativa de tres recortes de 25pb, empezando la próxima semana, otro el 25 de marzo y finalmente el 13 de mayo, llevando la tasa a 3.50%.

Certificación de los Analistas.

Nosotros, Gabriel Casillas Olivera, Alejandro Padilla Santana, Delia María Paredes Mier, Juan Carlos Alderete Macal, Manuel Jiménez Zaldívar, Marissa Garza Ostos, Tania Abdul Massih Jacobo, Francisco José Flores Serrano, Katia Celina Goya Ostos, Santiago Leal Singer, José Itzamna Espitia Hernández, Valentín III Mendoza Balderas, Víctor Hugo Cortes Castro, Hugo Armando Gómez Solís, Miguel Alejandro Calvo Domínguez, Luis Leopoldo López Salinas, Leslie Thalía Orozco Vélez, Gerardo Daniel Valle Trujillo, 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 Thalía Orozco Vélez	Gerente Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	leslie.rozco.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
Victor 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, CFA	Analista	juan.barbier@banorte.com	(55) 1670 - 1746

Análisis Deuda Corporativa

Tania Abdul Massih Jacobo	Director Deuda Corporativa	tania.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.cebillos@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
Oswaldo 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 Roldán Ferrer	Director General Adjunto Banca Empresarial	victor.roldan.ferrer@banorte.com	(55) 1670 - 1899