

## México – Actividad económica se desacelera más de lo anticipado

22 de julio 2019

www.banorte.com  
@analisis\_fundam

**Gabriel Casillas**  
Director General Adjunto  
Análisis Económico y Bursátil  
gabriel.casillas@banorte.com

**Delia Paredes**  
Director Ejecutivo Análisis Económico  
delia.paredes@banorte.com

**Juan Carlos Alderete, CFA**  
Economista Senior, México  
juan.alderete.macal@banorte.com

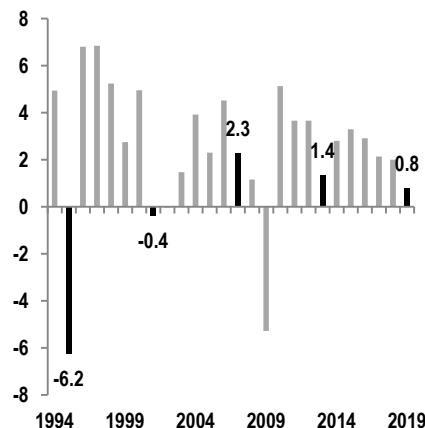
**Francisco Flores**  
Economista, México  
francisco.flores.serrano@banorte.com

- La actividad económica en México se está desacelerando más de lo que habíamos anticipado
- Revisamos nuestros pronósticos de crecimiento del PIB para 2019 de 1.5% a 0.8% anual y para 2020 de 2.1% a 1.4%
- En nuestra opinión, la economía mexicana enfrenta desafíos adicionales, incluyendo:
  - (1) Suspensión de obras de construcción en la Ciudad de México; y
  - (2) Menor inversión a la anticipada
- Hacia delante, anticipamos que la ejecución del gasto e inversión pública se normalicen y que la instrumentación de programas sociales apoyen la actividad económica
- A pesar de estas revisiones, anticipamos que el gobierno federal cumplirá su compromiso de preservar la estabilidad macroeconómica, incluyendo la meta de finanzas públicas sanas

**Revisión de pronósticos del PIB.** Cuando se estimó el pronóstico de crecimiento del PIB para este año, iniciamos con 2.3% anual, nuestro estimado de PIB potencial. A partir de esta cifra, desde inicios de 2018 ya habíamos anticipado que la típica desaceleración del gasto público debido al inicio de una nueva administración federal disminuiría la tasa anual en alrededor de 50pb, a 1.8%. Como hemos comentado con anterioridad, se ha observado una desaceleración económica significativa en los primeros años de los últimos sexenios (gráfica inferior, izquierda). Por un lado, los empresarios posponen proyectos de inversión ante la incertidumbre electoral. Por otro lado, los nuevos gobiernos han tendido a cambiar el personal que lleva a cabo la ejecución del gasto e inversión pública, lo que retrasa esta dinámica durante los primeros años de cada sexenio. Adicionalmente, en febrero pasado realizamos una baja adicional tras una serie de choques transitorios durante el primer trimestre del año, con un impacto estimado de -33pb, implicando una expansión de 1.5%.

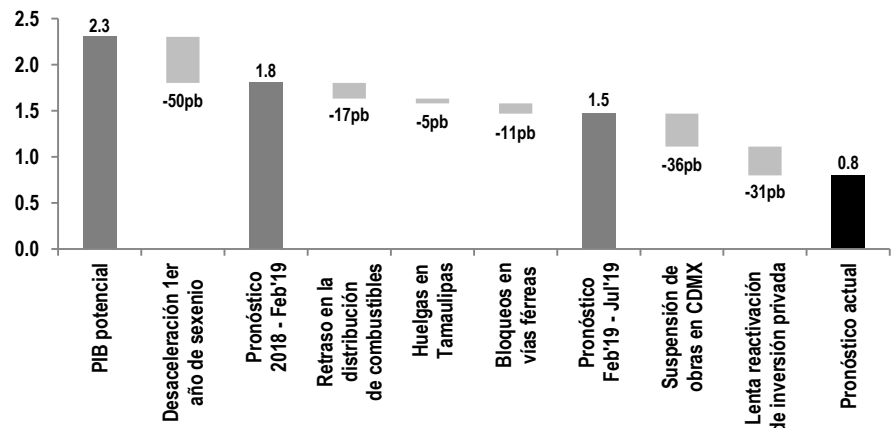
Documento destinado al público en general

**PIB en el primer año de sexenio**  
% anual



Fuente: Banorte con datos del INEGI

**PIB: Pronóstico 2019**  
% y contribución en pb

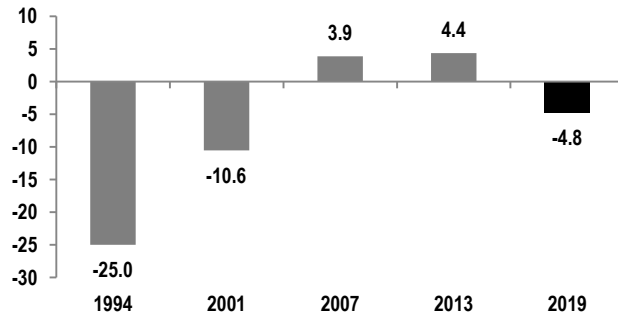


Fuente: Banorte con datos del INEGI

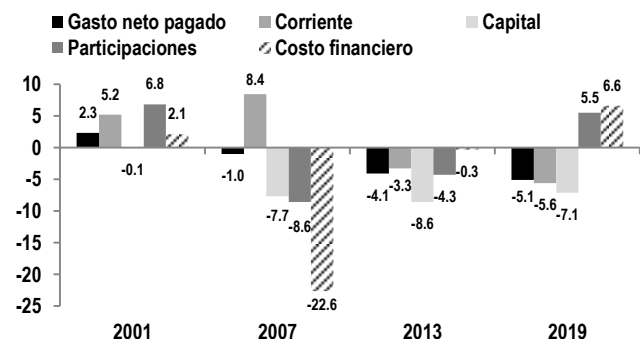
**Mayor desaceleración.** En nuestra opinión, la economía mexicana enfrenta dos desafíos adicionales, en particular: (1) Suspensión de obras en la CDMX; y (2) la lenta reactivación de proyectos de inversión del sector privado, impactados por la falta de generación de confianza, con efectos adicionales en la demanda agregada y el consumo. Estimamos que estos dos factores restarán 70pb adicionales al PIB de 2019, resultando en nuestro nuevo pronóstico de 0.8%, como se muestra en la gráfica previa a la derecha. Para 2020, consideramos que el gasto gubernamental podría normalizarse y que los programas sociales de la administración proveerán impulso al consumo, entre otros factores.

**El menor gasto público está afectando al crecimiento...** Como mencionamos en la introducción, desde el año pasado ya habíamos tomado en cuenta la desaceleración del gasto, en particular en inversión pública. En este sentido, las obras de ingeniería civil, en su mayoría relacionadas al sector público, han sido un viento en contra mayor en comparación con administraciones previas. La gráfica abajo muestra que esta categoría ha caído 4.8% anual en lo que va del año, el tercer peor desempeño de los últimos 25 años, solo superado por 1995 – en medio de la crisis financiera mexicana– y 2001 –tras la explosión de la burbuja del “dot-com”. Además de la contracción en el gasto de capital, el gasto programable también ha caído con fuerza en lo que va del año (-5.6%), probablemente impactado por medidas de austeridad (gráfica inferior, derecha). Como resultado, el gasto neto pagado ha caído 5.1% anual en términos reales.

**Construcción\*: Obras de ingeniería civil**  
% anual, acumulado durante 2019 al mes de mayo



**Gasto público**  
% anual, acumulado al mes de mayo



\* Sector de la construcción en el reporte de producción industrial  
Fuente: Banorte con datos del INEGI

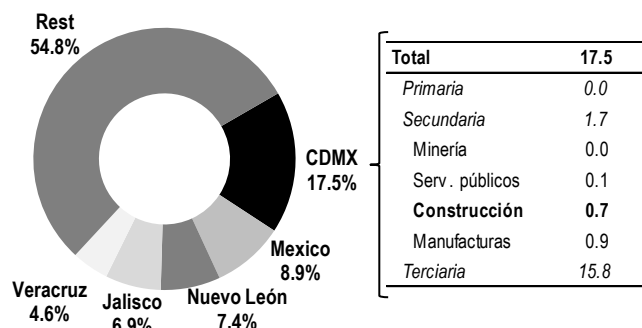
Fuente: Banorte con datos de SHCP

**...además de desafíos adicionales en 2019.** Los choques transitorios del 1T19 ya están incorporados en nuestro estimado, incluyendo: (1) Retrasos en la distribución de combustibles; (2) huelgas en maquiladoras de Matamoros, Tamaulipas; y (3) bloqueos a vías férreas en Michoacán. Para detalles, ver: “Ligero ajuste al pronóstico del PIB 2019 debido a eventos transitorios”, [<pdf>](#). Sin embargo, consideramos que la economía enfrenta desafíos adicionales, destacando:

(1) *Debilidad de la construcción, en particular en la Ciudad de México.* El mes pasado, la Secretaría de Desarrollo Urbano y Vivienda (SEDUVI) de la ciudad confirmó que alrededor de 200 proyectos en construcción, tanto de uso mixto como habitacional, están bajo revisión por presuntas irregularidades. Esto resultó en un fuerte paro de actividades durante el 1S19, con evidencia anecdótica y consultando con expertos del sector estimando que representa alrededor de la mitad del valor agregado anual de la construcción en la CDMX.

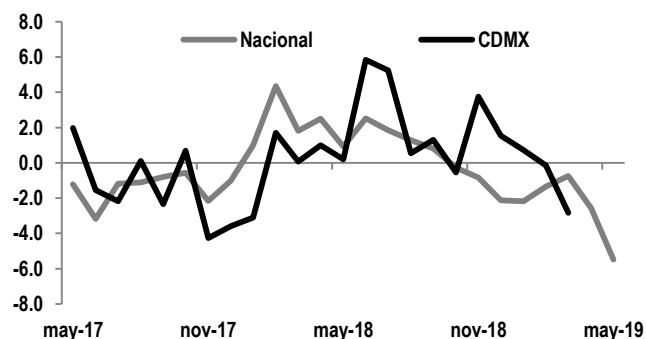
Con datos del INEGI de 2017 (últimas cifras disponibles), el PIB de la Ciudad de México representó 17.5% del total nacional. La industria representa 9.7% de la actividad de la ciudad, de la cual 41.9% es la construcción. Por lo tanto, un cálculo simple implica que este sector representa 0.7% del PIB nacional (gráfica abajo, izquierda). Adicionalmente, con la mitad de los proyectos en revisión podemos en la primera mitad de 2019, estimamos que 18pb de crecimiento ya se han pérdida. Algunos participantes de la industria creen que este proceso podría tomar todo el año, lo que resultaría en una reducción del crecimiento de todo el año de 36pb. Es en este contexto en que las cifras hasta ahora muestran que el dinamismo en la ciudad se ha desacelerado con fuerza desde diciembre, logrando contraerse incluso a un ritmo mayor al nacional en marzo. Esto también es importante para explicar la fuerte caída en la producción industrial del país en abril (aunque con la tasa anual afectada por el efecto de Semana Santa) y mayo, como se observa en la gráfica inferior derecha.

**Ponderaciones en PIB real**  
% del PIB nacional



Fuente: Banorte con datos del INEGI

**Construcción\*: Nacional y Ciudad de México**  
% anual



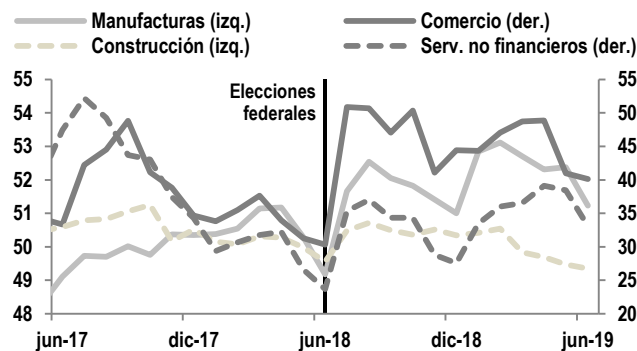
\* Sector de la construcción en el reporte de producción industrial  
Fuente: Banorte con datos del INEGI

(2) *Lenta reactivación de proyectos de inversión del sector privado.* Consideramos que algunas de las decisiones del nuevo gobierno han impactado la confianza del sector privado para invertir. Entre ellas, resaltamos: (a) La cancelación de las subastas para las asociaciones estratégicas de Pemex con el sector privado o ‘farmouts’ –a escasas horas de haber firmado un acuerdo de inversión con la cúpula empresarial mexicana–; (b) el arbitraje de los contratos de Comisión Federal de Electricidad (CFE) con varias empresas privadas respecto a varios ductos de gas natural; (c) la reciente renuncia –y la forma como se dio–, del ex secretario de Hacienda y Crédito Público, Carlos Urzúa, a pesar de que tanto empresarios, inversionistas y analistas nacionales y extranjeros, vemos como muy positiva la designación del secretario Arturo Herrera; (d) algunas iniciativas de legisladores que podrían afectar ciertas industrias; y (e) el paro en construcción ya mencionado. Estimamos que esto restará 31pb adicionales de avance al PIB de este año.

**Estos factores están impactando en la confianza empresarial, la inversión y el consumo privado.** En este sentido, el Departamento de Estado de EE.UU. publicó hace unos días su reporte de *Clima de Inversión* para México, que sirve para dilucidar el sentimiento de inversionistas extranjeros. El documento reconoce que la nueva administración ha señalado su compromiso con una política monetaria y fiscal prudente desde que inició su mandato, lo que es claramente positivo.

Sin embargo, “...Aun así, políticas públicas, programas y comunicaciones de la nueva administración que divergen han contribuido a la incertidumbre actual, especialmente relacionadas con el sector energético y la salud financiera de Pemex...”. Adicionalmente, afirmaron que la incertidumbre sobre la aplicación de los contratos, la inseguridad y corrupción continúan afectando al crecimiento y han elevado el costo de hacer negocios en México de manera significativa. Consideramos que la confianza empresarial también está reaccionado a estos factores, tal y como sugiere el componente de “momento adecuado para invertir” (gráfica inferior izquierda) y que a su vez se ha reflejado en la inversión fija bruta (gráfica inferior derecha).

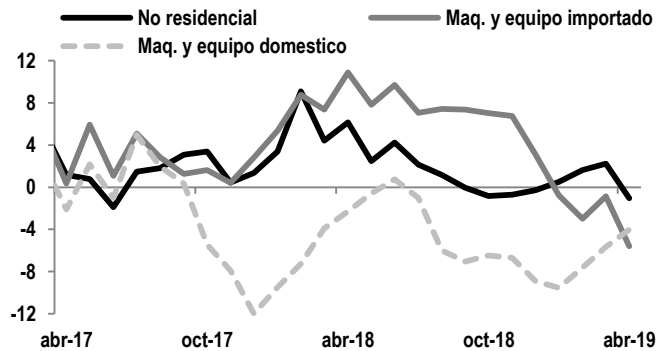
**Confianza empresarial por sector\***  
Índice



\* Corresponde al subcomponente de “momento adecuado para invertir”

Fuente: Banorte con datos del INEGI

**Inversión fija bruta por componente\***  
% anual

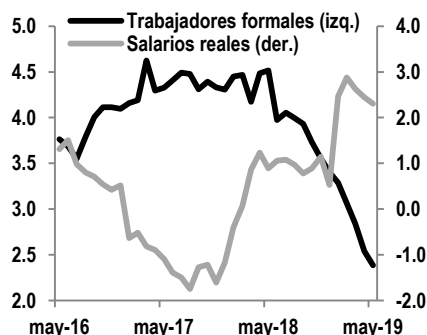


\* Previamente estimamos que el sector privado es responsable de alrededor de 86% de la inversión fija bruta total

Fuente: Banorte con datos del INEGI

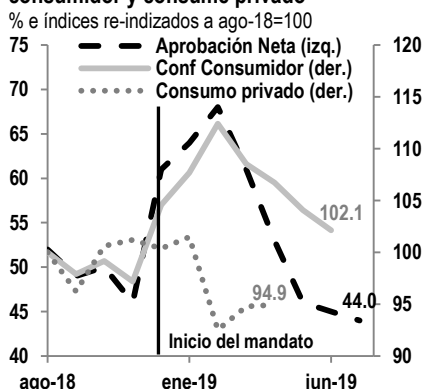
Por otra parte, consideramos que la reducción en la confianza también está impactando al consumo privado al ser uno de los factores detrás de la desaceleración en el crecimiento del empleo. Con base en los datos de creación de empleos formales del IMSS, el ritmo anual de crecimiento continúa positivo pero ha mostrado una persistente tendencia a la baja y se ubica actualmente en su menor nivel desde el 1T10 (gráfica abajo, izquierda). En términos de poder de compra, esto ha sido compensado por mayores salarios desde inicio de año tras el último aumento al salario mínimo y la baja acumulada de la inflación. No obstante, y añadiendo evidencia más concreta a nuestra tesis, hemos notado que: (1) Las cifras de consumo privado muestran una fuerte moderación a pesar del repunte de la confianza del consumidor, que en nuestra opinión ha estado influida más por el sentimiento político medido a través de la popularidad presidencial (gráfica abajo, centro); y (2) el consumo privado divergido con fuerza entre compras de bienes duraderos y no duraderos (gráfica abajo, derecha), con los primeros más sensibles a la incertidumbre derivado de su relación más estrecha con el ingreso permanente.

**Creación formal de empleo y salario real**  
% anual



Fuente: IMSS, INEGI, Secretaria del Trabajo, Banorte

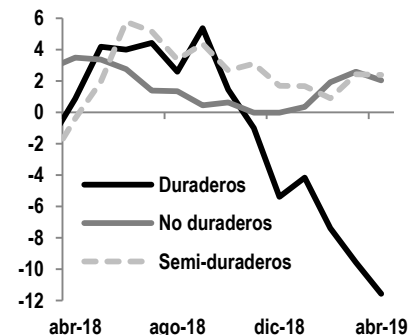
**Aprobación presidencial, confianza del consumidor y consume privado**  
% e índices re-indizados a ago-18=100



\* Aprobación neta de AMLO. Confianza y consumo privado re-indexados a ago-18=100

Fuente: Banorte con datos de Oraculus e INEGI

**Consumo privado por tipo de bien**  
% anual, promedio móvil de tres meses



Fuente: Banorte con datos del INEGI

**Impacto en la oferta y demanda agregada.** Los detalles de nuestros nuevos pronósticos para el resto del 2019 se muestran en la siguiente tabla. Como resultado de los factores mencionados, pensamos que el entorno actual y el desempeño reciente resultarán en una mayor debilidad de la demanda doméstica relativo a la demanda externa. La inversión permanecería débil mientras que el consumo privado se desacelerará más de lo anticipado anteriormente. Continuamos esperando una contracción del gasto gubernamental durante el primer año de la administración. Sin embargo, la caída sería ligeramente menor al considerar los datos ya publicados del primer trimestre. Mientras tanto, el desempeño del comercio nos ha sorprendido positivamente, con un superávit comercial acumulado de US\$ 584 millones durante los primeros cinco meses de 2019 respecto al déficit de US\$ 3,569 millones en el mismo periodo del año pasado. El sector manufacturero ha reafirmado su fortaleza en un contexto de crecientes tensiones comerciales y moderación de la actividad industrial global, con las exportaciones creciendo 4.2% anual en lo que va del año a pesar de un balance petrolero más deteriorado. Las importaciones han subido solo 1.9%, impactadas por la desaceleración del consumo y los bienes de capital relacionados con la inversión. Considerando esta situación, creemos que el comercio podría mostrar una mayor contribución al crecimiento de lo que anticipábamos en nuestra última revisión.

**Pronósticos del PIB: 2019**

% anual, cifras originales

	Actual					Previo				
	1T19	2T19e	3T19e	4T19e	2019e	1T19	2T19e	3T19e	4T19e	2019e
<b>PIB (oferta agregada)</b>	1.2	-0.3	0.8	1.3	0.8	1.2	0.9	1.5	2.1	1.5
Actividades primarias	5.8	1.8	3.6	2.2	3.2	5.8	1.8	2.6	2.2	3.0
Producción industrial	-0.7	-2.8	-1.9	-0.9	-1.6	-0.7	-1.0	-0.9	0.2	-0.4
Servicios	1.9	0.6	1.8	2.2	1.6	1.9	1.7	2.4	2.9	2.2
<b>PIB (demanda agregada)</b>	1.2	-0.3	0.8	1.3	0.8	1.2	0.9	1.5	2.1	1.5
Consumo privado	1.1	0.7	1.5	2.1	1.4	1.1	2.6	3.4	3.6	2.7
Inversión	-0.9	-6.1	-2.4	-1.0	-2.6	-0.9	-2.0	-0.8	0.3	-0.9
Gasto de gobierno	-0.8	-1.3	-0.3	0.2	-0.5	-0.8	-1.3	-0.9	0.2	-0.7
Exportaciones	2.0	4.2	5.4	6.4	4.6	2.0	3.5	4.9	5.8	4.1
Importaciones	1.7	0.7	1.0	1.2	1.1	1.7	2.2	2.6	1.8	2.1

Fuente: Banorte

En comparación con el consenso de mercado, nuestros pronósticos para 2019 y 2020 son ligeramente menores, como se muestra en la siguiente tabla:

**Expectativas de crecimiento del PIB**

% anual	2019	2020
<b>Banorte</b>	<b>0.8</b>	<b>1.4</b>
<b>Consenso*</b>	<b>1.0</b>	<b>1.7</b>
Banxico (Encuesta)	1.1	1.7
Banxico (Reporte Trimestral 1T19)	1.3	2.2
Secretaría de Hacienda	1.6	1.9
IMEF	0.9	1.5
Encuesta Citibanamex	1.0	1.7
Bloomberg	1.1	1.7

\*Para el consenso, calculamos el promedio simple excluyendo el Reporte Trimestral de Banxico y SHCP

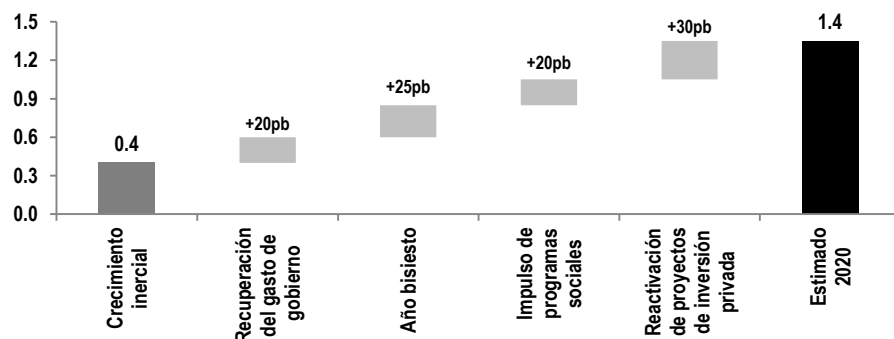
Fuente: Banorte con información de Bloomberg, Citibanamex, IMEF, Banxico, SHCP

**Mayor avance del PIB en 2020.** Recortamos nuestro pronóstico para el próximo año de 2.1% anual a 1.4%. Es importante mencionar que el estimado se ubica dentro del rango de 1.4-2.4% pronosticado por la Secretaría de Hacienda en los *Pre-criterios Generales de Política Económica* de 2020. Por su parte, estimamos un crecimiento inercial de 0.4%. Esperamos un impulso más claro del gasto gubernamental, sobre todo en lo que se refiere a inversión pública, que añadiría alrededor de 20pb. A pesar de lo anterior, con un crecimiento estimado más bajo este año y el próximo que lo considerado en el presupuesto federal, el riesgo está sesgado a una menor recaudación de la esperada. Como resultado, nuestro caso base asume que el aumento de la actividad derivado de un mayor gasto de gobierno será relativamente moderado ya que actualmente no hay planes para aumentar impuestos y/o realizar una reforma fiscal al menos durante la primera mitad de esta administración. Del lado más positivo, esperamos mayor soporte para el consumo privado en la medida en que los programas sociales a personas de bajos recursos y grupos vulnerables se consoliden a nivel nacional. En nuestra opinión, es muy probable que los beneficiarios de estos programas exhiban una mayor propensión marginal a consumir. Anticipamos que este último factor añada alrededor de 20pb a la tasa de crecimiento anual.

Adicionalmente, creemos que existe una alta probabilidad de un entorno con condiciones financieras más laxas ante el relajamiento de la política monetaria por parte de bancos centrales, incluido Banxico, mismo que anticipamos iniciará un ciclo de baja de tasas en noviembre de este año que podría resultar en un recorte acumulado entre 125-200pb. Esta situación, además de la expectativa de una recuperación de la confianza empresarial, debería ayudar a la reactivación de proyectos de inversión privada, estimando un impulso de 30pb al crecimiento anual. Nuestra expectativa de que el peso mexicano se deprecie gradualmente y de manera ordenada también ayudaría a la dinámica de crecimiento, en particular al sector manufacturero. En una consideración más técnica, hemos estimado previamente que el hecho de que 2020 sea un año bisiesto podría representar un aumento de la tasa anual de crecimiento de aproximadamente 25pb (ver gráfica abajo).

### PIB: Pronóstico 2020

% y contribución en pb



Fuente: Banorte

### Pronósticos del PIB: 2020

% anual, cifras originales

	1T20e	2T20e	3T20e	4T20e	2020e
<b>PIB (oferta agregada)</b>	<b>1.9</b>	<b>2.3</b>	<b>1.3</b>	<b>0.3</b>	<b>1.4</b>
Actividades primarias	-1.0	2.1	1.5	1.2	1.0
Producción industrial	0.8	1.7	0.6	-1.0	0.5
Servicios	2.5	2.7	1.7	0.9	1.9
<b>PIB (demanda agregada)</b>	<b>1.9</b>	<b>2.3</b>	<b>1.3</b>	<b>0.3</b>	<b>1.4</b>
Consumo privado	1.9	2.5	1.9	1.6	1.9
Inversión	0.3	1.6	0.2	-0.3	0.4
Gasto de gobierno	0.4	1.1	0.4	0.2	0.5
Exportaciones	4.8	3.7	2.9	1.7	3.2
Importaciones	2.1	2.9	2.6	2.2	2.5

Fuente: Banorte

**Esperamos que se preserve la estabilidad macroeconómica.** Cabe resaltar que a pesar de las revisiones a la baja en los estimados de crecimiento, estos se basan en un escenario en el cual esperamos que continúe la estabilidad macroeconómica, con el gobierno federal cumpliendo con el compromiso de mantener finanzas públicas sanas y con el objetivo de alcanzar un superávit primario de 1% del PIB este año y de 1.3% en 2020, en línea con los *Pre-Criterios de Política Económica*. Para mayores detalles, ver: “CPGE 2020 – Se confirma la responsabilidad fiscal con supuestos realistas”, [pdf](#). Reconocemos que un panorama de crecimiento más débil podría incrementar la presión para alcanzar estas metas, en particular el próximo año. A pesar de lo anterior, confiamos en que se mantendrá la prudencia fiscal al ser un pilar clave de la estrategia económica del presidente. Adicionalmente, vemos como positivas algunas iniciativas de la nueva administración, tales como el combate al robo de combustible, medidas para impulsar al sector financiero, la reforma laboral para cumplir con los compromisos adquiridos en la negociación del T-MEC, el aumento del salario mínimo y los programas sociales para ayudar a grupos vulnerables, entre otros.

El mayor riesgo a nuestro pronóstico es que la economía global entre en recesión, en particular si se debe a un fuerte escalamiento de las tensiones comerciales que impacte más a los flujos de comercio y la industria manufacturera global. Si bien percibimos que este es el mayor riesgo, no es el único, tomando en cuenta una serie de tensiones geopolíticas alrededor del mundo. Por último y no menos importante, cabe mencionar que la incertidumbre puede permanecer elevada e incluso incrementarse de nuevo por otros factores, tales como la elección de EE.UU. en noviembre de 2020 o en caso de noticias negativas adicionales respecto al proceso de ratificación del T-MEC por parte de nuestros socios comerciales, entre otros.

## Certificación de los Analistas.

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

## Declaraciones relevantes.

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

## Remuneración de los Analistas.

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

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

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

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

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

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

### Tenencia de valores y otras revelaciones.

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

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

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

## Guía para las recomendaciones de inversión.

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

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

### 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.**
**Directorio de Análisis**

Gabriel Casillas Olvera	Director General Adjunto Análisis Económico y Bursátil	gabriel.casillas@banorte.com	(55) 4433 - 4695
Raquel Vázquez Godínez	Asistente Dir. General Adjunta Análisis Económico y Bursátil	raquel.vazquez@banorte.com	(55) 1670 - 2967

**Análisis Económico**

Delia María Paredes Mier	Directora Ejecutiva Análisis y Estrategia	delia.paredes@banorte.com	(55) 5268 - 1694
Katia Celina Goya Ostos	Subdirector Economía Internacional	katia.goya@banorte.com	(55) 1670 - 1821
Juan Carlos Alderete Macal, CFA	Subdirector Economía Nacional	juan.alderete.macal@banorte.com	(55) 1103 - 4046
Miguel Alejandro Calvo Domínguez	Gerente Economía Regional	miguel.calvo@banorte.com	(55) 1670 - 2220
Francisco José Flores Serrano	Gerente Economía Nacional	francisco.flores.serrano@banorte.com	(55) 1670 - 2957
Lourdes Calvo Fernández	Analista (Edición)	lourdes.calvo@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2611

**Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio**

Alejandro Padilla Santana	Director Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	alejandro.padilla@banorte.com	(55) 1103 - 4043
Santiago Leal Singer	Subdirector Estrategia de Tipo de Cambio	santiago.leal@banorte.com	(55) 1670 - 2144
Leslie Thalía Orozco Vélez	Gerente Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	leslie.orozco.velez@banorte.com	(55) 5268 - 1698

**Análisis Bursátil**

Manuel Jiménez Zaldivar	Director Análisis Bursátil	manuel.jimenez@banorte.com	(55) 5268 - 1671
Víctor Hugo Cortes Castro	Análisis Técnico	victorh.cortes@banorte.com	(55) 1670 - 1800
Marissa Garza Ostos	Conglomerados / Financiero / Minería / Químico	marissa.garza@banorte.com	(55) 1670 - 1719
José Itzamna Espitia Hernández	Aerolíneas / Aeropuertos / Cemento / Fibras / Infraestructura	jose.espitia@banorte.com	(55) 1670 - 2249
Valentín III Mendoza Balderas	Autopartes / Bienes Raíces / Comerciales / Consumo Discrecional	valentin.mendoza@banorte.com	(55) 1670 - 2250
Jorge Antonio Izquierdo Lobato	Analista	jorge.izquierdo.lobato@banorte.com	(55) 1670 - 1746
Itzel Martínez Rojas	Analista	itzel.martinez.rojas@banorte.com	(55) 1670 - 2251

**Análisis Deuda Corporativa**

Tania Abdul Massih Jacobo	Directora 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

**Banca Mayorista**

Armando Rodal Espinosa	Director General Banca Mayorista	armando.rodal@banorte.com	(81) 8319 - 6895
Alejandro Eric Faesi Puente	Director General Adjunto de Mercados y Ventas Institucionales	alejandro.faesi@banorte.com	(55) 5268 - 1640
Alejandro Aguilar Ceballos	Director General Adjunto de Administración de Activos	alejandro.aguilar.cebillos@banorte.com	(55) 5268 - 9996
Arturo Monroy Ballesteros	Director General Adjunto Banca Inversión Financ. Estruct.	arturo.monroy.ballesteros@banorte.com	(55) 5004 - 1002
Gerardo Zamora Nanez	Director General Adjunto Banca Transaccional y Arrendadora y Factor	gerardo.zamora@banorte.com	(81) 8318 - 5071
Jorge de la Vega Grajales	Director General Adjunto Gobierno Federal	jorge.delavega@banorte.com	(55) 5004 - 5121
Luis Pietrini Sheridan	Director General Adjunto Banca Patrimonial y Privada	luis.pietrini@banorte.com	(55) 5004 - 1453
René Gerardo Pimentel Ibarrola	Director General Adjunto Banca Corporativa e Instituciones Financieras	pimentelr@banorte.com	(55) 5268 - 9004
Ricardo Velázquez Rodríguez	Director General Adjunto Banca Internacional	rvelazquez@banorte.com	(55) 5004 - 5279
Víctor Antonio Roldan Ferrer	Director General Adjunto Banca Empresarial	victor.rolan.ferrer@banorte.com	(55) 5004 - 1454