

El ciclo alcista de tasas del Fed se pone en riesgo por problemas de algunos bancos en EE.UU.

- El colapso de *Silicon Valley Bank* y *Signature Bank* ha provocado fuerte nerviosismo sobre las instituciones bancarias en EE.UU. y ajustes significativos en los mercados
- En respuesta, el Tesoro, el Fed y el *FDIC* anunciaron que los depositantes estarán completamente protegidos de posibles pérdidas. Además, dieron a conocer el *Programa de Financiamiento Bancario a Plazo* con el fin de incrementar la disponibilidad de liquidez en el sistema financiero
- Adicionalmente, los temores de un efecto de contagio sobre el sistema financiero han generado una creciente especulación de que el Fed podría tener que finalizar, o al menos hacer una pausa, en su ciclo de alza en tasas
- Mantenemos nuestra expectativa de un alza de 25pb por parte del Fed la próxima semana, llevando el rango de la *Fed funds* a 4.75% - 5.00%. Sin embargo, nuestra convicción sobre este escenario se ha reducido con fuerza ante la alta incertidumbre sobre la evolución de esta situación
- Los mercados recalibraron con rapidez sus expectativas sobre el Fed

La quiebra de *SVB Financial Group* y *Signature Bank* ha generado fuertes preocupaciones en los mercados financieros. Desde el cierre de la semana pasada, los problemas de inestabilidad financiera en el sistema bancario de EE.UU. han estado generando un creciente nerviosismo en los mercados financieros globales. En particular, *Silicon Valley Bank* (SVB) –el banco número 16 en el país por monto de activos (ver tabla abajo)– y el *Signature Bank* en Nueva York sufrieron una ‘corrida bancaria’, llevando a las autoridades a encargarse de las instituciones para proteger a sus depositantes. Esto ha resultado en un fuerte brote de volatilidad e incertidumbre, con los inversionistas temiendo una contaminación (efecto de contagio) a otras instituciones del sistema financiero. En particular, se considera que las mayores vulnerabilidades podrían estar en bancos locales y regionales. Además de esto, el choque que se ha generado podría: (1) Aumentar los riesgos de una recesión; y (2) ha puesto en duda lo que ocurrirá con los ciclos restrictivos de política monetaria, especialmente en EE.UU., aunque también con la decisión del ECB esta semana, que se considera envuelta en una fuerte incertidumbre.

Bancos comerciales más grandes en EE.UU.

Millones de dólares

Banco	Ranking	Activos consolidados	Activos domésticos
JP Morgan Chase Bk Na/JP Morgan Chase & Co	1	3,201,942	2,480,688
Bank of America Na/Bank of Amer Corp	2	2,418,508	2,291,312
Citibank Na/Citigroup	3	1,766,752	1,069,311
Wells Fargo Bk Na/Wells Fargo & Co	4	1,717,531	1,693,335
US Bk Na/U S BC	5	585,136	574,872
PNC Bk Na/PNC Fncl Svc Group	6	552,307	550,670
Truist Bk/Truist Fc	7	546,228	546,148
Goldman Sachs Bk USA/Goldman Sachs	8	486,967	439,365
Capital One Na/Capital One Fc	9	453,313	452,784
TD Bk Na/Td Grp Us Holds Llc	10	386,799	386,799
Silicon Valley Bk/Svb Fncl Grp	16	209,026	194,514
Signature Bk/	29	110,364	110,364
Silvergate Bk/Silvergate Cap Corp	128	11,353	11,353

Fuente: Banorte con datos de la Reserva Federal

13 de marzo 2023

www.banorte.com
@analisis_fundam

Alejandro Padilla Santana
Director General Adjunto de
Análisis Económico y Financiero
alejandropadilla@banorte.com

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

Katia Celina Goya Ostos
Director Economía Internacional
katia.goya@banorte.com

Luis Leopoldo López Salinas
Gerente Economía Internacional
luis.lopez.salinas@banorte.com

Estrategia de Renta fija y tipo de
cambio

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

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

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

Documento destinado al público en general

Anuncios por parte del Tesoro, el Fed y el FDIC para evitar una contaminación al sistema financiero. *Silicon Valley Bank* (SVB) quebró, en buena medida, porque había comprado bonos del Tesoro a largo plazo antes de que iniciara el ciclo de alza en tasas sin un manejo adecuado de los riesgos que esto representaba para su posición financiera. Cabe recordar que, al subir las tasas de interés, el precio de los bonos cae. Esto generó una situación en la cual se acumularon pérdidas ‘no realizadas’ en el balance de la institución que mermaron su posición de capital. En particular, los instrumentos se llevaron a la cuenta de “mantener a vencimiento”- para no ser reconocidas en el estado de resultados. Sin embargo, ante una importante cantidad de sus activos en este tipo de instrumentos financieros y con la creciente especulación de que se encontraba emproblemada, los depositantes demandaron sus recursos de vuelta. Por lo tanto, la institución tuvo que vender parte de dichos activos para hacer frente a la fuerte demanda de liquidez, resultando en pérdidas cercanas a US\$1.8 mil millones de acuerdo con reportes en prensa. Al cierre de 2022, SVB contaba con alrededor de US\$210 mil millones en activos totales, de los cuales alrededor de US\$91 mil millones (poco más del 40%) estaba invertido en este tipo de instrumentos. Por su parte, los depósitos totales eran de alrededor de US\$175 mil millones y constituye la segunda quiebra bancaria más grande desde la crisis de 2008/2009.

Derivado de esta situación (conocida como una ‘corrida bancaria’), la secretaria del Tesoro, Janet Yellen, aprobó una serie de medidas que permiten a la Corporación Federal de Seguros de Depósitos (*FDIC*, por sus siglas en inglés) completar la resolución de *Silicon Valley Bank* para proteger completamente a todos los depositantes. La decisión se tomó durante el fin de semana, después de recibir una recomendación de las juntas directivas del *FDIC* y la Reserva Federal, además de consultarlo con el presidente Biden. En particular, es importante mencionar que todos los depositantes tendrán acceso a sus recursos a partir del lunes 13 de marzo. Este detalle es importante ya que, bajo las reglas antes de esta decisión, el seguro de depósitos solamente aplicaba para un monto máximo de depósitos de US\$250,000. Montos mayores a dicha cantidad no están cubiertos. Además, las autoridades aseguran que los contribuyentes no asumirán las pérdidas asociadas con la resolución de SVB ya que los recursos provendrán de los pagos que las instituciones están obligadas a realizar para contar con el seguro de depósitos.

Después de lo ocurrido en SVB, *Signature Bank* cerró sus puertas el domingo. Esta es una institución financiera de nicho con base en Nueva York especializada en préstamos inmobiliarios en el sector comercial que recientemente había implementado una estrategia para recibir depósitos en criptomonedas en un intento por diversificar sus negocios. Las pérdidas en este último tipo de activos generaron crecientes problemas financieros para la empresa, en particular tras la quiebra de la bolsa de valores FTX. El cierre de la institución se dio luego de que los reguladores dijeron que mantener el banco abierto podría amenazar la estabilidad del sistema financiero. De acuerdo con Barney Frank, miembro del Consejo del banco y previamente legislador responsable de la ley Dodd-Frank tras la crisis de 2008, la institución sufrió una corrida que se aceleró tras la quiebra de SVB el 10 de marzo. En este contexto, el cierre de *Signature Bank* deja en claro los desafíos que enfrentan estas instituciones ante el cambio de la política monetaria y menores niveles de liquidez.

Sobre todo, en caso de bancos pequeños y medianos, que a menudo se enfocan en líneas de negocios muy especializadas y tienen una base de clientes más estrecha. Eso los deja especialmente vulnerables. La desaparición de este banco es un duro golpe para muchas de las empresas de servicios profesionales que han llegado a depender de ella. El banco se especializó durante mucho tiempo en brindar servicios bancarios a bufetes de abogados, proporcionando cuentas de depósito en garantía para mantener el dinero de los clientes y otros servicios. Entre sus clientes se encontraban algunas personas asociadas con la Organización Trump, la compañía del expresidente Donald J. Trump.

De manera paralela, se estableció una facilidad de liquidez que intenta evitar un ‘efecto de contagio’ hacia otras instituciones. El Fed anunció que pondrá a disposición fondos adicionales a través de un nuevo *Programa de Financiamiento Bancario a Plazo* mediante el cual se ofrecerán préstamos con un plazo de hasta un año a las instituciones depositarias con cuenta en el Fed. Dichos préstamos se harán a una tasa igual al *Overnight Index Swap* a un año más 10pb y se aceptará como colateral bonos del Tesoro, bonos respaldados por hipotecas (MBS), bonos de agencias gubernamentales y otros activos de alta calidad. Aquellas instituciones con acceso a la ventana de descuento y que son elegibles a crédito primario del Fed podrán pedir prestado inmediatamente. En particular, este programa otorgará algunas facilidades a las instituciones que requieran liquidez para asegurar que tienen la capacidad de atender las necesidades de sus depositantes. Entre los términos y condiciones más atractivos es que las instituciones que requieran de dichos préstamos podrán obtener los fondos con una valuación de su colateral ‘a la par’ (valor nominal de los instrumentos ofrecidos). En contraste, en la facilidad de crédito primario (préstamos ofrecidos por el Fed a instituciones saludables financieramente a una tasa ligeramente mayor al objetivo de la *Fed funds*, con una tasa de interés que también se conoce como “tasa de descuento”) los préstamos son con plazos de uno a 90 días y el colateral se acepta a su valor de mercado. Esta diferencia es clave ya que les permite obtener recursos sin tener que realizar pérdidas y/o realizar ventas forzadas, sobre todo ya que actualmente muchos de los bonos propiedad de los bancos han sufrido pérdidas debido al fuerte incremento en las tasas de interés. Como resultado, la facilidad elimina la necesidad de las instituciones de vender rápidamente sus activos en momentos de estrés.

La quiebra de SVB ha generado especulación respecto al ciclo de alza en tasas por parte del Fed. La semana pasada, Powell compareció ante el Congreso para presentar el *Informe Semestral de Política Monetaria*. Explicó que el banco central está preparado para acelerar nuevamente el ritmo de alza en tasas si los datos así lo justifican. Esto generó una mayor especulación sobre la posibilidad de un alza de 50pb en la reunión del FOMC del 22 de marzo. En particular, los mercados empezaron a descontar la posibilidad de aumentos acumulados de poco más de 100pb en la *Fed funds* hacia mediados del año. Sin embargo, desde el cierre de la semana pasada, la incautación de SVB por parte de los reguladores, ha generado el cuestionamiento de qué tan dispuesto estará el Fed en seguir apretando la política monetaria. De hecho, los mercados ahora están apostando sobre si el Fed mantendrá o subirá su tasa solamente en 25pb la próxima semana. Más aún, inclusive dichos instrumentos implican que podría recortarla en la segunda mitad de 2023.

La situación actual no es igual que la de crisis previas. Para poder contestar la pregunta de si el Fed continuará con su ciclo de alza en tasas, es interesante dar un vistazo a la historia. En la Gran Crisis Financiera de 2008-2009, en 1998 con la quiebra del fondo de cobertura *Long-Term Capital Managment* y en 1994 con la devaluación del peso mexicano, el banco central implementó recortes de tasas o detuvo su ciclo alcista. Sin embargo, en contraste con estos eventos, la situación de la inflación hoy es muy distinta. La inflación se mantiene muy por encima del objetivo, mientras que el mercado laboral se mantiene en terreno de máximo empleo. Por otro lado, consideramos que otros atenuantes son: (1) Una posición financiera más sólida del sistema financiero, las empresas y hogares, sobre todo en comparación con los altos niveles de apalancamiento observados en la antesala de la crisis de 2008; (2) acciones rápidas y decididas por parte de las autoridades para limitar la cadena de contagio; y (3) una posición sistémica relativamente más baja de estas instituciones en el sistema financiero de EE.UU., con los temores concentrados sobre todo en bancos especializados y de nicho con menor posibilidad de traducirse en un impacto en otras latitudes.

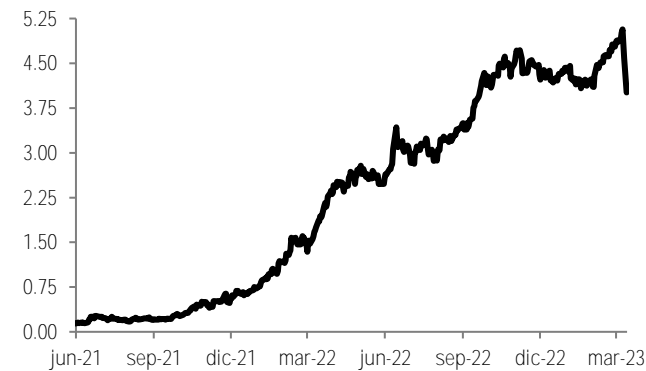
Las dificultades para el Fed aumentan debido a la dinámica inflacionaria. Recordemos que [en enero](#) el ritmo de la tendencia a la baja de la inflación se moderó, generando preocupaciones de que sería necesario apretar más la política monetaria. Estimamos que los precios de los bienes (excluyendo alimentos y energía) seguirán con su tendencia a la baja, pero a un ritmo más moderado. Mientras tanto, la variación anual de la inflación subyacente de servicios se habrá reducido respecto al mes previo, aunque marginalmente. En este contexto, mañana se publicará el reporte de inflación de febrero. Estimamos una inflación general de 0.4% m/m, con la variación anual pasando de 6.4% a 6.0%. Por su parte, esperamos la subyacente también en 0.4% pasando de 5.6% a 5.5%, manteniéndose todavía muy elevada.

Mayor incertidumbre en torno a las próximas acciones del Fed, aunque mantenemos nuestra expectativa de +25pb la próxima semana. De ser así, la tasa de *Fed funds* alcanzaría un rango entre 4.75% - 5.00%. Sin embargo, nuestra convicción acerca de este escenario se ha reducido con fuerza. Esto se debe a que mayores incrementos en las tasas de interés podrían de hecho *exacerbar* los problemas que estamos viendo en este momento. Por lo tanto, el Fed se encuentra en una situación inclusive más retadora, enfrentando un dilema en el cual las consideraciones sobre la estabilidad financiera podrían ser suficientes y preponderantes (al menos por ahora) para no continuar con el ciclo restrictivo. Sin embargo, decidir en este sentido podría significar que estarían más lejos de cumplir su objetivo de inflación. En este sentido, la alta incertidumbre sobre la evolución de estos problemas –incluyendo el tiempo que podría tomar la estabilización y/o si tendrá o no un impacto económico que pudiera reducir la inflación– dificulta aún más el panorama para la política monetaria. Nuestro caso base es que podrá controlarse la situación, permitiendo al Fed continuar con el ciclo restrictivo. No obstante, es muy importante advertir que es necesario permanecer muy cautelosos ya que los problemas de contagio en el sistema bancario son inherentemente peligrosos, inciertos y difíciles de contener, manteniendo latente el riesgo de que se puedan desencadenar problemas de manera súbita y acelerada.

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

Los mercados recalibraron con rapidez sus expectativas sobre el Fed. Los inversionistas recalibraron con fuerza su visión sobre la dirección de la política monetaria en medio de los problemas de estabilidad financiera y mayores temores de una recesión que implican estos eventos. Ahora están incorporando una probabilidad de 40% de que el ciclo restrictivo ha llegado a su fin, manteniendo el rango para los *Fed funds* en 4.50%-4.75% vs un alza de 25pb en marzo (60%). Este escenario es muy diferente a lo que observábamos la semana pasada, cuando la curva incorporaba alzas de 25pb en las siguientes tres decisiones (marzo, mayo y junio) e inclusive se consolidaron las apuestas sobre un ajuste de +50pb en marzo tras la comparecencia de Jerome Powell ante el Congreso. Esto habría significado un rango para la tasa *Fed funds* por arriba de 5.50%-5.75%. Sin embargo, ahora el mercado anticipa recortes de casi 100pb para lo que resta del año (a partir de julio), en amplio contraste con un panorama previo de mantener las tasas elevadas por un largo periodo de tiempo. Bajo esta coyuntura, la curva de *Treasuries* registró un fuerte empinamiento, impulsado por un *rally* en el extremo corto. El diferencial entre los *Treasuries* de 2 y 10 años cerró en -41pb desde -89pb el viernes. En particular, el rendimiento de la referencia de 2 años disminuyó 60pb a 3.97%. Esto resultó en un ajuste de -110pb en los últimos tres días, su mayor movimiento para un periodo similar desde 1987. A su vez, se da tras cotizar en 5.07% la semana pasada, máximos no vistos desde 2006. Vale la pena señalar que el *rally* que observamos hoy fue muy similar a los episodios de septiembre 2001 (-53pb) y en septiembre 2008 (-50pb), como se muestra en la gráfica de abajo a la derecha.

Treasury de 2 años
%



Fuente: Bloomberg, Banorte

Cambio diario en el Treasury de 2 años
Puntos base



Fuente: Bloomberg, Banorte

Glosario de términos y anglicismos

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

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

Certificación de los Analistas.

Nosotros, Alejandro Padilla Santana, Juan Carlos Alderete Macal, Alejandro Cervantes Llamas, Manuel Jiménez Zaldívar, Marissa Garza Ostos, Katia Celina Goya Ostos, Francisco José Flores Serrano, José Luis García Casales, Víctor Hugo Cortes Castro, José Itzamna Espitia Hernández, Carlos Hernández García, Leslie Thalía Orozco Vélez, Hugo Armando Gómez Solís, Yazmín Selene Pérez Enríquez, Cintia Gisela Nava Roa, Miguel Alejandro Calvo Domínguez, Daniela Olea Suárez, José De Jesús Ramírez Martínez, Gerardo Daniel Valle Trujillo, Luis Leopoldo López Salinas, Isaiás Rodríguez Sobrino, Paola Soto Leal, Daniel Sebastián Sosa Aguilar y Andrea Muñoz Sánchez certificamos que los puntos de vista que se expresan en este documento son reflejo fiel de nuestra opinión personal sobre la(s) compañía(s) o empresa(s) objeto de este reporte, de sus afiliadas y/o de los valores que ha emitido. Asimismo, declaramos que no hemos recibido, no recibimos, ni recibiremos compensación distinta a la de Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. por la prestación de nuestros servicios.

Declaraciones relevantes.

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

Remuneración de los Analistas.

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

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

Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V., a través de sus áreas de negocio, brindan servicios que incluyen, entre otros, los correspondientes a banca de inversión y banca corporativa, a un gran número 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	Quando el rendimiento esperado de la acción sea mayor al rendimiento estimado del IPC.
MANTENER	Quando el rendimiento esperado de la acción sea similar al rendimiento estimado del IPC.
VENTA	Quando el rendimiento esperado de la acción sea menor al rendimiento estimado del IPC.

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

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 Financiero			
Alejandro Padilla Santana	Director General Adjunto de Análisis Económico y Financiero	alejandro.padilla@banorte.com	(55) 1103 - 4043
Raquel Vázquez Godínez	Asistente DGA AEyF	raquel.vazquez@banorte.com	(55) 1670 - 2967
Itzel Martínez Rojas	Gerente	itzel.martinez.rojas@banorte.com	(55) 1670 - 2251
Lourdes Calvo Fernández	Analista (Edición)	lourdes.calvo@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2611
María Fernanda Vargas Santoyo	Analista	maria.vargas.santoyo@banorte.com	(55) 1103 - 4000
Análisis Económico			
Juan Carlos Alderete Macal, CFA	Director Ejecutivo de Análisis Económico y Estrategia Financiera de Mercados	juan.alderete.macal@banorte.com	(55) 1103 - 4046
Francisco José Flores Serrano	Director Economía Nacional	francisco.flores.serrano@banorte.com	(55) 1670 - 2957
Katia Celina Goya Ostos	Director Economía Internacional	katia.goya@banorte.com	(55) 1670 - 1821
Yazmín Selene Pérez Enríquez	Subdirector Economía Nacional	yazmin.perez.enriquez@banorte.com	(55) 5268 - 1694
Cintia Gisela Nava Roa	Subdirector Economía Nacional	cintia.nava.roa@banorte.com	(55) 1103 - 4000
Luis Leopoldo López Salinas	Gerente Economía Internacional	luis.lopez.salinas@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2707
Estrategia de Mercados			
Manuel Jiménez Zaldívar	Director Estrategia de Mercados	manuel.jimenez@banorte.com	(55) 5268 - 1671
Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio			
Leslie Thalia Orozco Vélez	Subdirector Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	leslie.orozco.velez@banorte.com	(55) 5268 - 1698
Isaías Rodríguez Sobrino	Gerente Renta Fija, Tipo de Cambio y Commodities	isaias.rodriguez.sobrino@banorte.com	(55) 1670 - 2144
Análisis Bursátil			
Marissa Garza Ostos	Director Análisis Bursátil	marissa.garza@banorte.com	(55) 1670 - 1719
José Itzamna Espitia Hernández	Subdirector Análisis Bursátil	jose.esplita@banorte.com	(55) 1670 - 2249
Carlos Hernández García	Subdirector Análisis Bursátil	carlos.hernandez.garcia@banorte.com	(55) 1670 - 2250
Víctor Hugo Cortes Castro	Subdirector Análisis Técnico	victorh.cortes@banorte.com	(55) 1670 - 1800
Paola Soto Leal	Gerente Análisis Bursátil	paola.soto.leal@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 1746
Análisis Deuda Corporativa			
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
Análisis Cuantitativo			
Alejandro Cervantes Llamas	Director Ejecutivo de Análisis Cuantitativo	alejandro.cervantes@banorte.com	(55) 1670 - 2972
José Luis García Casales	Director Análisis Cuantitativo	jose.garcia.casales@banorte.com	(55) 8510 - 4608
Daniela Olea Suárez	Subdirector Análisis Cuantitativo	daniela.olea.suarez@banorte.com	(55) 1103 - 4000
Miguel Alejandro Calvo Domínguez	Subdirector Análisis Cuantitativo	miguel.calvo@banorte.com	(55) 1670 - 2220
José De Jesús Ramírez Martínez	Subdirector Análisis Cuantitativo	jose.ramirez.martinez@banorte.com	(55) 1103 - 4000
Daniel Sebastián Sosa Aguilar	Gerente Análisis Cuantitativo	daniel.sosa@banorte.com	(55) 1103 - 4000
Andrea Muñoz Sánchez	Analista Análisis Cuantitativo	andrea.munoz.sanchez@banorte.com	(55) 1103 - 4000
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	oswaldo.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