


Reunión anual de otoño FMI/BM 2018 – Mayores riesgos y menor crecimiento

16 de octubre de 2018

www.banorte.com
@analisis_fundam

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

- La reunión anual de otoño del FMI y el Banco Mundial se llevó a cabo la semana pasada en Bali, Indonesia
- Se continúa previendo un sólido panorama de crecimiento mundial, pero ya con señales de desaceleración y una menor sincronización
- Riesgos geopolíticos y la remoción del estímulo monetario en economías avanzadas están incrementando los riesgos a nivel global
- El escalamiento en los riesgos geopolíticos ha ido ya más allá de la retórica populista hacia el separatismo, así como la instrumentación de medidas proteccionistas a nivel comercial y migratorio, cuestionando los pilares que han dado fundamento a la economía global por mucho tiempo
- La intrincada combinación compuesta por la normalización de política monetaria, el proteccionismo y otros temas específicos de varios países están incrementando la probabilidad de que se observe una desaceleración económica global
- El reciente incremento de los precios del petróleo se está incorporando a la lista de complejidades que el mundo está experimentando actualmente
- Un riesgo importante que se destacó en las reuniones es la falta de preparación del mundo para afrontar una crisis
- Desafortunadamente, el ascenso del populismo y el proteccionismo están ‘distrayendo’ a los actores de política económica global de temas mucho más relevantes de largo plazo como el cambio climático, así como el análisis del impacto de la revolución tecnológica, el desarrollo económico y la reducción de la desigualdad socioeconómica
- Percibimos optimismo de parte de los inversionistas sobre la economía mexicana, pero con preocupaciones que se han acrecentado
- En resumen, debemos de anticipar mayores niveles de volatilidad



Reunión anual de otoño del FMI/BM. Este año la reunión anual de otoño del Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial (BM) se llevó a cabo en Bali, Indonesia. El FMI y el BM llevan a cabo dos eventos insignia con periodicidad anual, uno en abril (primavera) y otro en octubre (otoño). Los de primavera siempre se llevan a cabo en la ciudad de Washington, DC, en EE.UU., mientras que los de otoño se llevan a cabo también en Washington, DC, pero cada tres años cambian de sede. Por ejemplo, hace tres años se llevaron a cabo en Lima, Perú, hace seis años en Tokio, Japón y hace nueve años en Estambul, Turquía. De acuerdo con el sitio oficial de internet de la reunión anual, este año asistieron más de 10 mil personas: tres mil 500 delegados de 189 países, mil personas de medios de comunicación y más de cinco mil personas del sector privado, representando instituciones financieras -incluyendo una delegación del Grupo Financiero Banorte, claro está-, academia, legisladores y organizaciones de la sociedad civil.

Banorte en el centro del debate global. En nuestra opinión, esta reunión no sólo forma parte del 'circuito internacional' en el que todo economista global debe participar —junto con el Foro Económico Mundial (WEF), el G-20 y la reunión anual del Instituto de Finanzas Internacionales (IIF)—, sino que en las sesiones que conforman este evento se discuten los temas más relevantes sobre la coyuntura macroeconómica del mundo y se toman decisiones en torno a la regulación, inversiones y el diseño de la arquitectura financiera global.

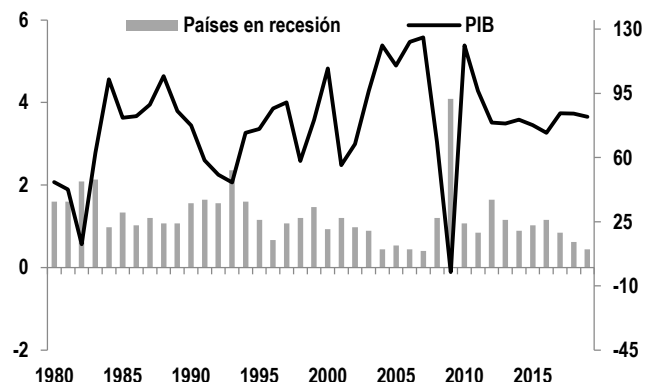
Crecimiento sólido, pero a una tasa menor y con menor sincronización. Como es ya tradición, las reuniones del FMI/BM iniciaron justamente con la publicación de la actualización del documento titulado 'Panorama Económico Global' (*World Economic Outlook* o *WEO*). En este contexto, como hemos mencionado anteriormente, el staff del FMI revisó sus proyecciones de crecimiento económico global para 2018 y 2019 a la baja de 3.9% anteriormente, a 3.7%, para ambos años (ver nota: "*Perspectiva Económica Mundial del FMI – Revisión a la baja en el crecimiento global en el 2018 y 2019*", publicada el 9 de octubre [<pdf>](#)). El ajuste más importante de los pronósticos para ambos años se llevó a cabo en las economías emergentes, mientras que las proyecciones para economías avanzadas se revisaron marginalmente, como se puede observar en el recuadro abajo a la izquierda. En este sentido, con las revisiones a los pronósticos, ahora el número de países que enfrentan o enfrentarán una recesión se incrementó de seis a siete, debido a que la economía de Sudáfrica se incorporó recientemente a la lista de países en donde ya se observan dos trimestres consecutivos con tasas de crecimiento (trimestrales) negativas, como se observa en la gráfica a continuación (abajo a la derecha). En resumen, si bien los ajustes a los pronósticos a nivel global no fueron realmente significativos (20 puntos base), junto con las fuertes caídas que hemos observado recientemente en los mercados accionarios y de bonos, consideramos que son señales importantes que nos están advirtiendo que el impulso que observó la economía global en los últimos años podría estar empezando a perder fuerza, máxime en el complicado entorno global.

FMI: Pronósticos de crecimiento económico
% anual

	2018			2019		
	Actual	Anterior	Cambio (pp)	Actual	Anterior	Cambio (pp)
Global	3.7	3.9	-0.2	3.7	3.9	-0.2
Países avanzados	2.4	2.4	0.0	2.1	2.2	-0.1
EE.UU.	2.9	2.9	0.0	2.5	2.7	-0.2
Eurozona	2.0	2.2	-0.2	1.9	1.9	0.0
Países emergentes	4.7	4.9	-0.2	4.7	5.1	-0.4
Argentina	-2.6	2.0	-4.6	-1.6	3.2	-4.8
Brasil	1.4	1.8	-0.4	2.4	2.5	-0.1
China	6.6	6.6	0.0	6.2	6.4	-0.2
México	2.2	2.3	-0.1	2.5	2.7	-0.2
Sudáfrica	0.8	1.5	-0.7	1.4	1.7	-0.3
Turquía	3.5	4.4	-0.9	0.4	4.0	-3.6

Fuente: World Economic Outlook, octubre 2018. Fondo Monetario Internacional. Nota: Los indicadores previos se refieren a la actualización de julio 2018 excepto Argentina y Turquía (abril 2018)

PIB global y número de países que se encuentran en recesión
% anual Número de países



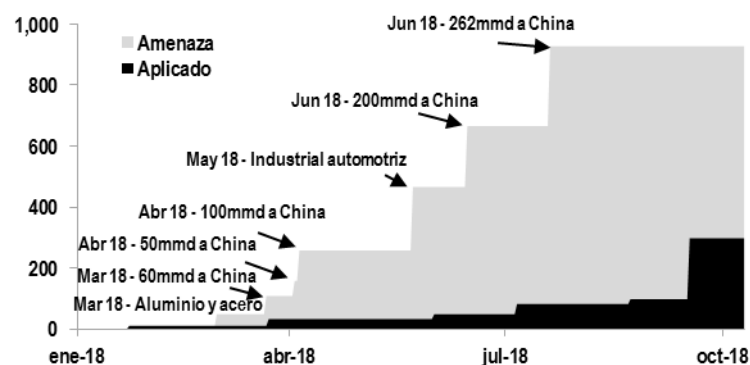
Fuente: FMI

Riesgos geopolíticos in crescendo y yendo más allá de la retórica populista en los Estados Unidos...

El presidente de los Estados Unidos, Trump, ha pasado de amenazar constantemente con instrumentar medidas proteccionistas a efectivamente imponer aranceles. Si bien primero comenzó con un arancel generalizado al aluminio y al acero, recientemente se ha abocado a imponer aranceles a una plétora de bienes que actualmente importa Estados Unidos de China (ver gráfica abajo). Si bien la reciente conclusión de las negociaciones del nuevo acuerdo comercial de Norteamérica (i.e. USMCA) brindó un respiro a las tensiones comerciales a nivel global, la incertidumbre que han generado tanto las amenazas, como las acciones proteccionistas, así como los muy desafortunados comentarios de Trump sobre el ciclo de alza de tasas del Banco de la Reserva Federal en EE.UU. (Fed), han ido minando el sentimiento de inversión a nivel global.

Aranceles y amenazas del Presidente Trump

Miles de millones de dólares



Fuente: Banorte y Peterson Institute

...y también en la Eurozona. Del otro lado del Atlántico, la salida del Reino Unido de la Comunidad Económica Europea (o *Brexit*) se está convirtiendo en una realidad, desacelerando la economía del Reino Unido. Por su parte, el nuevo gobierno de corte populista en Italia no ha podido convencer a los participantes de los mercados de que sus planes fiscales son sostenibles en el largo plazo. Así, el ascenso del populismo está haciendo que el mundo cuestione los pilares que soportaron los fundamentos de cómo funcionó la economía global por muchos años.

Desafortunadamente, esto no está exento de consecuencias negativas y lo que está ocurriendo es que a empresarios e inversionistas les está costando mucho trabajo decidir en qué y dónde asignar su capital, lo que a su vez provoca menores perspectivas de crecimiento global hacia delante.

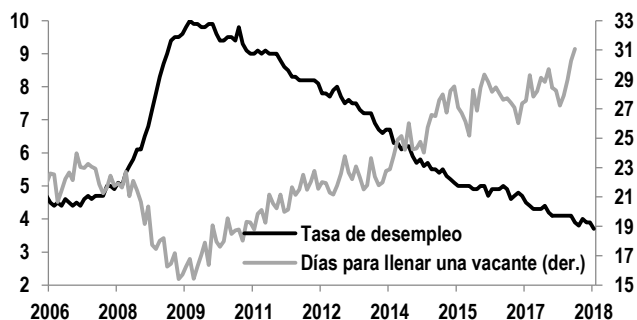
La normalización de política monetaria es un evento positivo, pero hasta qué punto. Mientras que la reducción de estímulo monetario en las economías avanzadas es bienvenida -sobre todo porque significa que la economía va por buen camino y que ya no se necesitan medidas de emergencia-, la normalización de la política monetaria puede ser perjudicial si no se lleva a cabo de manera apropiada. Este es un tema todavía más relevante para economías emergentes, en donde los ciclos de alza de tasas en economías avanzadas siempre han causado problemas graves. Así, a pesar de que el banco central que ha podido 'normalizar' en mayor medida su política monetaria, el Fed, ha actuado con mucha gradualidad en esta ocasión, eso ya está cambiando.

De hecho, casi la mitad del ciclo de alza de tasas de 200 puntos base (pb) -que inició en diciembre de 2015-, ha ocurrido en este año. En nuestra opinión, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto del Fed (FOMC) ha acelerado su proceso de normalización debido principalmente al incremento aparente de las presiones inflacionarias, así como generar espacio para instrumentar recortes de tasa en el caso de que sobrevenga una recesión. Desafortunadamente, en este caso, la preparación para enfrentar una crisis puede ser la que la cause.

Proteccionismo significa desaceleración. La nueva ola de proteccionismo propiciada por el presidente Trump podría crear una 'profecía autocumplida' debido a que está ocurriendo al mismo tiempo que el FOMC se encuentra normalizando su política monetaria. Este 'círculo vicioso' inicia con la imposición de aranceles e instrumentando políticas antimigratorias, que no permiten que las empresas con sede en los Estados Unidos beneficiarse del talento global, ocurriendo en un momento en el que la economía de este país se encuentra en 'pleno empleo' (i.e. hay muy poco desempleo y es cada vez más difícil para las empresas llenar una vacante, como se puede ver en la gráfica, abajo a la izquierda). Asimismo, el incremento de los precios de varias materias primas (o *commodities*), particularmente en el caso del petróleo (gráfica abajo a la derecha) -debido en parte a otro tema geopolítico: La salida de EE.UU. del 'Pacto nuclear con Irán-, están creando presiones inflacionarias desde varios frentes, lo que podría provocar que el FOMC tenga que subir tasas mucho más y mucho más rápido.

Mercado laboral apretado en EE.UU.

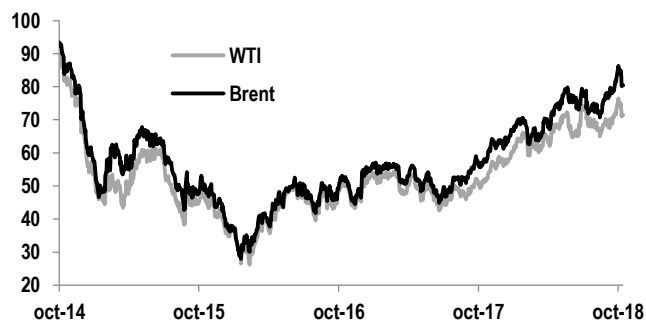
%; días



Fuente: Bloomberg DHI

Precios del petróleo

Dólares por barril

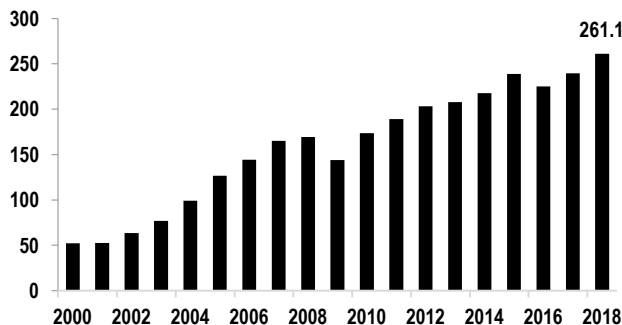


Fuente: Bloomberg

Los aranceles no afectan solamente a China. Sin tomar en cuenta que, la imposición de aranceles en EE.UU. es 'un disparo en el pie' contra el mismo Estados Unidos desde varios frentes, la 'guerra comercial' que inició EE.UU. en contra de China hace unos meses ha impulsado el comercio entre ambos países. Mientras China ha incrementado la importación de soya de EE.UU., China ha acelerado las exportaciones de todo tipo de productos a EE.UU. antes de que entren en vigor los aranceles (ver gráfica abajo a la izquierda). Sin embargo, por un lado esto no es sostenible e inclusive, consideramos que es muy probable que una vez que entren en vigor los aranceles, veamos una mayor desaceleración en el comercio. Cabe desatacar que esto no va a desacelerar particularmente solo a China.

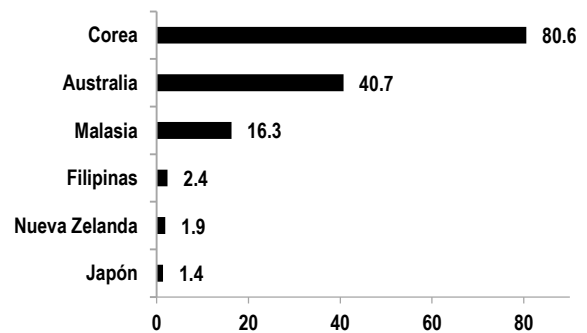
Recordemos que China es el principal socio comercial de todos los demás países del sureste asiático y que observa actualmente un déficit con muchos de ellos. Así, China funciona como una especie de 'agregador' de déficits con los demás países asiáticos, para así tener un superávit importante con los Estados Unidos. En este sentido, se puede imaginar la magnitud y extensión que puede llegar a tener el impacto de los aranceles de EE.UU. no solo a China, sino a todo el sureste asiático. Si bien tanto el gobierno, como el banco central de China (PBoC) podrían instrumentar políticas para detener una desaceleración económica en territorio chino, éstas tendrían poco efecto en el comercio y por lo tanto afectar las cadenas de valor a nivel global, pero particularmente en el sureste asiático.

Comercio entre EE.UU. y China
Miles de millones de dólares



Fuente: Banorte con datos del Census Bureau

Déficit comercial de China con sus principales socios asiáticos
Miles de millones de dólares

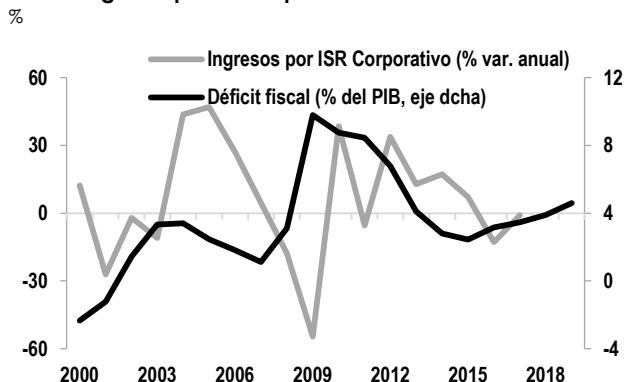


Fuente: Banorte con datos de Bloomberg

Una historia de dos déficits. Si bien no nos referimos a los tradicionales déficits comercial y fiscal con el título de este párrafo, sí queremos hacer énfasis en los déficits fiscales de Estados Unidos y de Italia. Por un lado, la economía estadounidense está experimentando su déficit fiscal pro-cíclico más grande de su historia, como se observa en la gráfica a continuación (abajo a la izquierda). Uno de los problemas en este sentido, es que el tesoro estadounidense ha tenido que incrementar la emisión de bonos del tesoro para financiar el creciente déficit en un momento en el que el Fed se encuentra demandando menos bonos, al estar deshaciendo el gran balance que se generó cuando se instrumentó el estímulo cuantitativo (*Quantitative Easing* o QE). De hecho, cuando el rendimiento de los bonos del Tesoro con vencimiento a 10 años ha estado cruzando la 'barra psicológica' del 3% desde hace algunos meses, ha causado problemas en emergentes (e.g. Argentina, Turquía). Este es el caso un país que imprime dólares (legalmente) -claramente Estados Unidos-, que se 'puede salir con la suya' aun instrumentando políticas fiscales irresponsables.

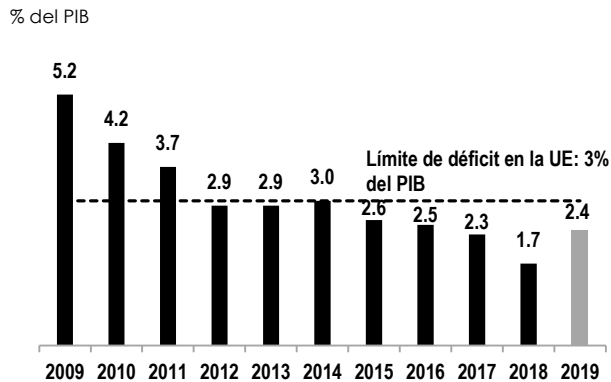
No obstante lo anterior, este no es el caso de Italia -que no tiene la capacidad legal de emitir dólares-, que no ha podido convencer al público inversionista de que el mayor déficit propuesto para el año que entra no significa un cambio en la tendencia de largo plazo y que por lo tanto, no implicará llevarlo por arriba de la regla de la regla de déficit máximo de la Eurozona (ver gráfica abajo a la derecha). Teniendo un gobierno 'euro-escéptico' no ha ayudado.

EE.UU.: Ingresos por ISR corporativo vs. déficit fiscal



Fuente: CBO

Italia: Déficit fiscal




Fuente: FMI
*Propuesto por el nuevo gobierno

El mundo podría no estar preparado para una crisis. Cuando inició la crisis económico-financiera de 2008-2009, claramente el mundo no estaba preparado para enfrentarla. En este sentido nos referimos a las instituciones multilaterales, particularmente a las encargadas de ser los proveedores de liquidez global -en su papel de prestamista de última instancia-, como es el caso del FMI. La limitada capacidad que tenía en ese momento el FMI tanto de brindar los montos necesarios en préstamo, así como la falta de capacidad para poderlos otorgar de manera rápida y por los canales adecuados, caracterizaron al FMI en ese momento. Desafortunadamente esto no ha cambiado mucho. Si bien el FMI ha intentado en varias ocasiones llevar a cabo reformas importantes al respecto, los principales países miembros no las han secundado. Por si fuera poco, un problema mayor es que varios de estos países han cambiado su enfoque hacia el interior de sus países, en nuestra opinión, con nacionalismos malentendidos, limitando la esperanza en que esto pueda cambiar en el corto plazo y que puedan responder de manera tan contundente y coordinada, como lo hicieron en la crisis pasada.

¿Y el cambio climático y la reducción de la desigualdad socioeconómica apá?

Justo esa es la pregunta de quienes piensan en un mundo mejor en el futuro (al estilo humorístico del anuncio de la pick-up *Cheyenne de General Motors*, hace algunos años). Se pensaba que el proteccionismo era una ideología que había quedado atrás, por no solo no generar mayor crecimiento económico, sino por causar recesiones. Pues ya sabemos que está de vuelta. Desafortunadamente, además de lo negativo que puede causar, la atención en este y otros temas engendrados en la ola de populismo que vive el mundo hoy, está haciendo que se pierda el enfoque hacia temas mucho más relevantes para la misma supervivencia del ser humano, como el cambio climático. Asimismo, también se ha desviado la atención de los principales actores de política económica hacia otros temas, que no contemplan realmente la disminución de la desigualdad socioeconómica, ni la manera en que los países vamos a afrontar la revolución tecnológica.




Es más, en el caso particular de los Estados Unidos, el gobierno no solo le ha dado la espalda a varios de estos temas, como su salida de los Acuerdos de París, sino que además ha emprendido acciones en contra, como haber quitado las restricciones ambientales a varios proyectos de construcción de infraestructura en EE.UU. (e.g. el muro fronterizo).

Si bien las reuniones del FMI y BM son un foro más orientado a tratar temas de coyuntura, que de largo plazo (vis-à-vis el Foro Económico Mundial), varios participantes hicieron llamados tanto a los gobiernos, como a los organismos multilaterales, para que no se dejen de atender los temas estructurales más relevantes para el ser humano hoy en día.

Optimismo moderado sobre México. La mayoría de los inversionistas que participaron en las reuniones expresaron un panorama optimista para México. En este sentido, los inversionistas mostraron su beneplácito por el nombramiento de Jonathan Heath para formar parte de la Junta de Gobierno del Banco de México, como Subgobernador y le están dando al presidente electo un voto de confianza importante en cuanto al presupuesto fiscal para 2019 y hacia delante. Cabe señalar que los inversionistas destacaron que se han dado cuenta de que si bien el presidente electo comenta diferentes cosas sobre un mismo tema, dependiendo de la audiencia y del día, que en una muy importante ha sido muy consistente: En el tema de responsabilidad fiscal.

Alfonso Romo ha inyectado confianza. La mayoría de los inversionistas expresaron que algo que les ha dado mucha confianza en el nuevo gobierno, ha sido la cercanía que han podido lograr con Alfonso Romo -propuesto como Jefe de la Oficina de Presidencia-, así como con los subsecretarios propuestos para encabezar los esfuerzos de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, Arturo Herrera y Gerardo Esquivel, y de Abel Hibert, de quien se espera un nombramiento importante en las próximas semanas. Sin embargo, en este mismo sentido, la mayoría de los inversionistas fue muy explícito en externar su preocupación si se diera una salida del gobierno de Alfonso Romo o de alguno con los que se ha logrado cercanía y que han brindado confianza para mantener o inclusive incrementar sus inversiones en nuestro país. Si bien estos son temas de mediano plazo, no hay duda de que en el corto plazo los inversionistas están preocupados por Pemex y el NAIM.

Sin embargo, están creciendo las preocupaciones. Los inversionistas también fueron explícitos en torno a varios temas que les preocupan, particularmente tres: (1) Pemex; (2) el Nuevo Aeropuerto de la Ciudad de México (NAIM); y (3) la pérdida potencial de talento en las dependencias de gobierno, si se les recorta el sueldo, como se ha propuesto. Los inversionistas nos confiaron que consideran que la administración actual ha hecho un excelente papel en 'salvar a Pemex', pero como uno de estos inversionistas comentó: "...el paciente (refiriéndose a Pemex) ha podido sobrevivir, pero no está curado del todo y es probable que todavía necesite permanecer con cuidados intensivos...", particularmente en cuanto al manejo de la deuda, así como al continuar de mejorar los procesos administrativos, sobre todo en la optimización de la producción de crudo, que ha probado ser un asunto muy difícil y delicado. Sobre todo en cuanto a cambiar la mentalidad de los empleados de esta empresa de ser 'maximizadores de la producción' a 'maximizadores de la rentabilidad'.



Varios inversionistas nos comentaron que aunque las han buscado, no han tenido éxito en reunirse con el equipo administrativo propuesto para manejar Pemex y que tienen mucho interés en sostener una reunión.

Sobre el NAIM, los inversionistas comentaron que para ellos, más que la culminación de la construcción de un aeropuerto, representa una señal muy importante en cuanto al respeto que tendrá el presidente electo de los contratos ya firmados, así como de la posibilidad real de llevar a cabo proyectos de infraestructura bajo esquemas de asociaciones público-privadas, e inclusive en cuanto a la forma en como tomará decisiones importantes hacia delante, si van a ser con fundamentos técnicos o de índole más ideológica personal. Por último, todos los inversionistas nos comentaron que a pesar de estar anticipando cambios importantes en los puestos de más alto nivel en las diferentes dependencias gubernamentales -debido al cambio de gobierno-, no esperaban cambios importantes en el personal de carácter más operativo, ni en el Banco de México. En este sentido, fueron muy enfáticos en que sí les ha sorprendido negativamente que se esté perdiendo talento en esos niveles (que está ocurriendo debido a la propuesta de disminuir sueldos de 'la alta burocracia'). Asimismo comentaron que justamente uno de los aspectos a los que les han puesto valor cuando invierten en México, relativo a otros emergentes, es la alta calidad de sus funcionarios públicos y que les preocupa que esto se pueda perder.

En resumen, estemos preparados para mayores niveles de volatilidad. Christine Lagarde, directora-gerente y presidente del FMI, ha advertido desde las dos reuniones anuales pasadas: *'...el cielo podría nublarse ...'* y después *'...el cielo ya está nublado...'* y a pesar de que no dijo exactamente esto en esta ocasión, la interpretación que le damos es que en ese mismo sentido ya asintió que 'está empezando a llover'. En nuestra opinión, esta es una manera de resumir el resultado potencial que puede experimentar el mundo en los próximos años, derivado del intrincado ambiente económico global en la actualidad, en donde los riesgos geopolíticos -particularmente el proteccionismo-, así como algunos asuntos específicos de algunos países, en un momento en el que aparentemente ya dejamos atrás el pico del ciclo macroeconómico global y los bancos centrales están retirando el estímulo monetario que se creó durante la crisis de 2008 y 2009.

Certificación de los Analistas.

Nosotros, Gabriel Casillas Olvera, 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, Francisco Duarte Alcocer 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
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.

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) 1670 - 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
Francisco Duarte Alcocer	Analista	francisco.duarte.alcocer@banorte.com	(55) 1670 - 2707
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	hugoa.gomez@banorte.com	(55) 1670 - 2247
Gerardo Daniel Valle Trujillo	Analista 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.cebaldos@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.roltan.ferrer@banorte.com	(55) 5004 - 1454