

Eurozona – Lo que hay que saber del COVID, crecimiento, estímulo monetario y fiscal

- **Tras el choque inicial de la pandemia en China, varios países de la Unión Europea se convirtieron en el epicentro a finales de 1T20**
- **Italia y España han sido los países más afectados por el COVID-19 en la región**
- **En este contexto, la actividad económica en la Eurozona cayó en 1T20 y esperamos que la contracción se haya profundizado en 2T20**
- **Tras una serie de estímulos anunciados recientemente, esperamos que el ECB se mantenga en pausa por varios meses**
- **En el frente fiscal, los líderes del bloque se reunirán este viernes y sábado para discutir acerca de las medidas de apoyo propuestas por la Comisión Europea y por el presidente del Consejo Europeo para impulsar la recuperación económica**
- **No esperamos un acuerdo sobre la totalidad del Fondo de Recuperación Económica esta semana, aunque sí anticipamos avances que podrían afinarse en una nueva reunión y una eventual aprobación más tarde este año**

Después de China, países de la Unión Europea se convirtieron en el nuevo epicentro de la propagación del COVID-19 a finales de 1T20. Conforme la pandemia avanzó a nivel global, su evolución ha estado caracterizada por diferentes epicentros, iniciando en Wuhan, China, luego Irán, seguido del Norte de Italia y España y, más tarde y hasta el día de hoy, EE.UU. Así, después de China, la atención se tornó hacia la Unión Europea y el Reino Unido que, a finales de 1T20, se convirtieron en el epicentro. Sin embargo, Europa ha logrado reducir de manera exitosa el número de contagios, aunque no sin incurrir en un elevado costo económico derivado de las medidas de contención. En este contexto, los países de la región han iniciado sus procesos de reapertura, manteniendo contenido el número de contagios, lo que permite anticipar una recuperación de la actividad económica a partir del 3T20. A pesar de lo anterior, ante la experiencia en otras regiones –en específico de EE.UU., donde la reapertura ha llevado a una segunda ola de contagios–, no dejan de existir riesgos de un escenario similar en la Eurozona, lo que a su vez podría resultar en la necesidad de volver a implementar restricciones a la movilidad y nuevas medidas de contención.

Italia y España han sido los países más afectados por el COVID-19 en la región. Cabe recordar que, después de China, Italia acaparó la atención global y fue muy criticada por su tardía respuesta al COVID-19, convirtiéndose en un foco de aprendizaje de lo que debía de evitarse en términos de políticas públicas frente a la pandemia. Entre las lecciones aprendidas, quedó en claro que las medidas de contención debían tomarse de forma temprana, ser claras y ponerse en marcha bajo estricta vigilancia de su cumplimiento.

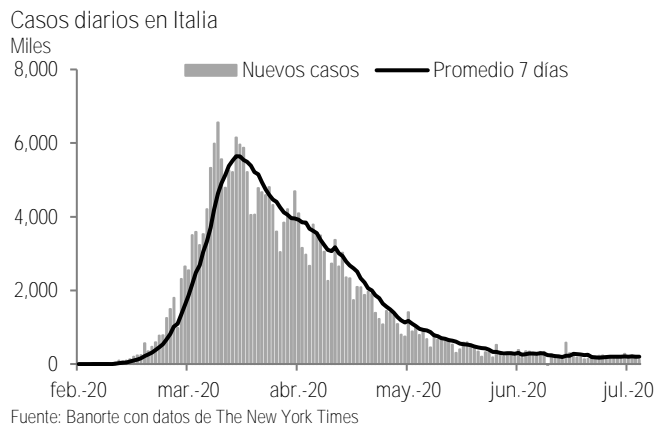
16 de julio 2020

[@analisis_fundam](http://www.banorte.com)

Katia Goya
Subdirector Economía Internacional
katia.goya@banorte.com

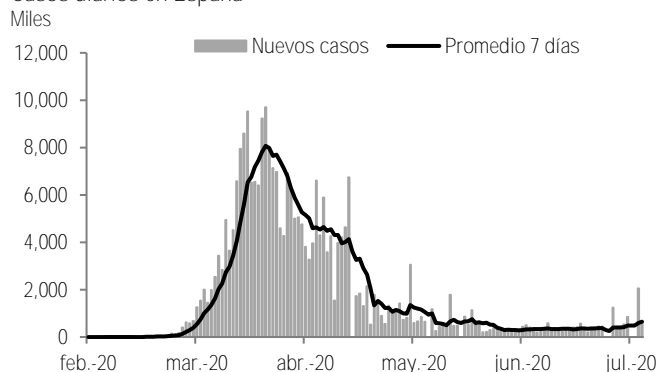
Documento destinado al público en general

En una respuesta lenta, el gobierno envió al ejército para forzar el confinamiento en Lombardía, mientras que se cerraron parques y se prohibieron actividades al aire libre. Más tarde, el primer ministro Giuseppe Conte anunció que se cerrarían las fábricas en el país y toda la producción que no fuera absolutamente esencial. Como se muestra en las gráficas de abajo, el pico en nuevos casos y fallecimientos diarios se alcanzó a finales de marzo. Ante la moderación gradual a partir de dicha fecha, a principios de mayo estas medidas fueron relajadas, permitiendo a las fábricas reiniciar actividades. Más adelante se permitió a los restaurantes y bares abrir, cumpliendo con estrictas medidas de sana distancia. Mientras que, el 3 de junio, Italia eliminó las restricciones a los viajes hacia y provenientes de países miembros del bloque y del Reino Unido. A pesar de lo anterior, algunas medidas se mantendrán por lo menos hasta finales de julio –tales como el uso obligatorio de tapabocas en bares, restaurantes, tiendas, camiones y trenes– así como las medidas de sana distancia.



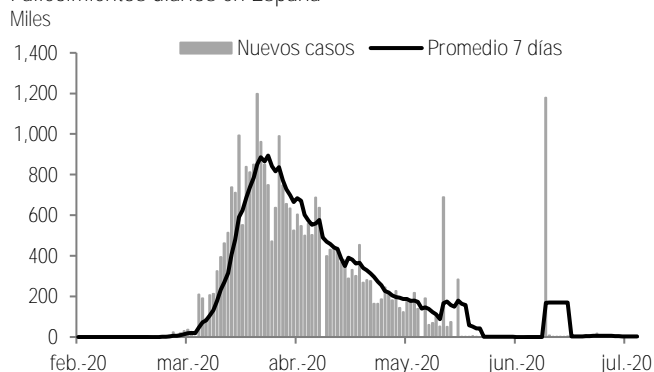
Por su parte, en España el manejo inicial de la pandemia también fue muy criticado ya que se abordó como si se tratara de un problema derivado de una amenaza externa y no un problema interno. Los sindicatos relacionados con el sistema de salud se rebelaron contra las autoridades, citando que no los habían protegido adecuadamente ya que sus miembros se infectaron más que en cualquier otro país del mundo. Se criticó también que el gobierno de Pedro Sánchez no puso al país en el mayor nivel de alerta hasta el 14 de marzo, apenas unos días antes de registrarse los máximos en términos de casos y fallecimientos (ver gráficas abajo). Las medidas de contención empezaron a retirarse por regiones a mediados de mayo, con una estrategia por fases. Las tiendas, restaurantes y bares han abierto, mientras que se han empezado a recibir turistas a partir del 1 de julio. Las autoridades han destacado la necesidad de permitir nuevamente la entrada a turistas, dado que España es el segundo país más visitado en el mundo, solo después de Francia, por lo que es clave para la recuperación económica.

Casos diarios en España



Fuente: Banorte con datos de The New York Times

Fallecimientos diarios en España



Fuente: Banorte con datos de The New York Times. Nota: El incremento de 1,177 el 18 de junio se debe a una actualización en las cifras, tras haber permanecido constantes en alrededor de 27,130 fallecimientos totales durante las dos semanas previas

En contraste, Alemania ha sido reconocida por su buen manejo de la crisis y contención de nuevos casos. A principios de mayo avanzó a la segunda fase de reducción de las medidas de contención que se implementaron a mediados de marzo, después de que la primera fase inició el 20 de abril ante una evidente reducción en la tasa de transmisión. La implementación de pruebas inició desde principios del año y en una población de 83 millones en el país, se hacen más de 140,000 pruebas diarias.

Es así que, dentro de la Eurozona, el país con mayores casos acumulados es España, con 257,494 contagios (lugar 12 en el mundo), registrando 28,413 lamentables fallecimientos (séptimo mundial). Sin embargo, en decesos el más elevado es Italia, con 34,997 –5º lugar global– de un total de 243,506 infectados (13 en el mundo). Por su parte, Francia y Alemania ocupan los lugares 16 y 17 en el número de contagios, respectivamente. En lo que se refiere al número de muertes, Francia ocupa el sexto lugar (detrás de Italia y una posición mejor que España) y Alemania el treceavo, como se muestra en las tablas a continuación.

Total de casos confirmados por país

País	# de casos
EE.UU.	3,499,771
Brasil	1,966,748
India	968,876
Rusia	751,612
Perú	337,751
Chile	321,205
México	317,635
Sudáfrica	311,049
Reino Unido	293,469
Irán	267,061
Pakistán	257,914
España	257,494
Italia	243,506
Arabia Saudita	243,238
Turquía	215,940
Francia	210,568
Alemania	201,288
Bangladesh	196,323
Colombia	159,898
Argentina	111,146

Fuente: Banorte con datos de Johns Hopkins University

Total de fallecimientos por país

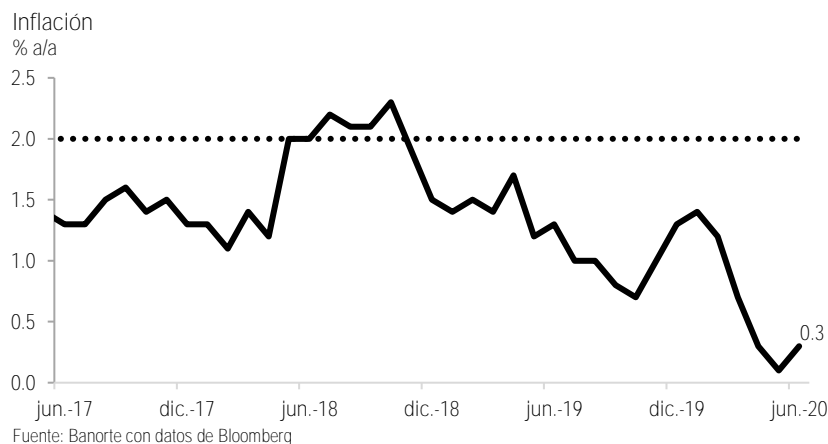
País	# de muertes
EE.UU.	137,420
Brasil	75,366
Reino Unido	45,138
México	36,906
Italia	34,997
Francia	30,123
España	28,413
India	24,915
Irán	13,608
Perú	12,417
Rusia	11,920
Bélgica	9,792
Alemania	9,086
Canadá	8,857
Chile	7,186
Países Bajos	6,156
Colombia	5,969
Suecia	5,593
Pakistán	5,426
Turquía	5,419

Fuente: Banorte con datos de Johns Hopkins University

La actividad económica en la Eurozona cayó en 1T20... En este contexto de fuertes contagios en la región, en 1T20 la economía de Italia se contrajo 5.3% t/t, muy similar a las caídas de 5.3% y 5.2% de Francia y España, respectivamente. En tanto, Alemania –la economía más grande de la región– se contrajo de manera mucho más moderada, en 2.2%. Con lo anterior, la Eurozona cayó 3.6% t/t en el periodo. Para fines comparativos y bajo la misma métrica, el Reino Unido se contrajo 2.2% y EE.UU. en -1.3% durante el mismo periodo.

... y esperamos que la contracción se haya profundizado en el segundo trimestre. Como en la mayoría de las regiones con excepción de China, la caída más profunda del PIB se espera en 2T20, debido a que fue a mediados de marzo cuando iniciaron de manera más estricta las medidas de contención. En Alemania, estimamos que la contracción en este periodo será cercana a -9.0% t/t. Por su parte, Italia reportaría una baja a una tasa de doble dígito de alrededor de -13.5% t/t, mientras que España caería a una tasa cercana de -16%. Finalmente, Francia estará retrocediendo cerca de 15%. En este contexto, la Eurozona estará cayendo cerca de 12% t/t en el periodo. Por su parte, en todo el 2020, las estimaciones del FMI anticipan una contracción de la Eurozona de 10.2% a/a, mientras que el escenario base del banco central estima una caída de 8.7%.

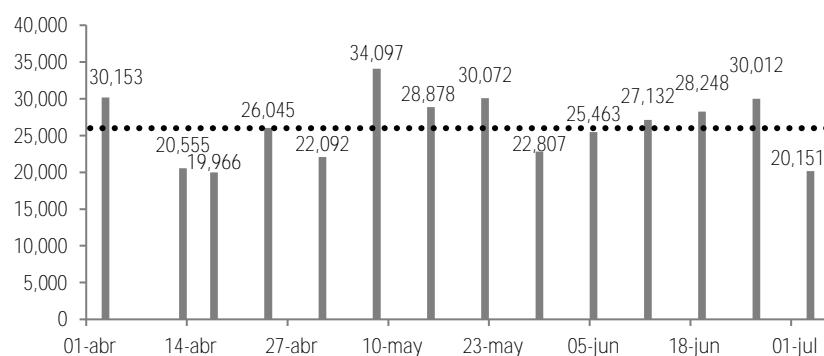
La inflación anual ha caído debido a los efectos de la pandemia. Por su parte, la inflación en la región ha tenido una clara tendencia a la baja y en junio se ubicó en 0.3% a/a, desde 1.4% a/a en enero y muy por abajo del objetivo del banco central de cerca, pero por debajo, del 2.0%. Cabe destacar que los precios se han visto impactados a la baja principalmente por menores costos de energía. Por países, Alemania reportó en junio una inflación de 0.8% a/a, mientras que en Francia fue de 0.1%, en tanto en Italia y España se reportaron deflaciones de -0.4% y -0.3%, respectivamente. Hacia adelante, los precios seguirán contenidos influidos también por medidas tomadas por las autoridades para hacer frente a la pandemia. En específico en Alemania se reducirá el IVA de 19% a 16% desde julio hasta finales del año, mientras que en Francia se planea dar un estímulo masivo hacia finales de agosto que incluirá principalmente recortes de impuestos a las empresas. En este último caso, existe la posibilidad de que los beneficios sean transferidos al consumidor final vía menores precios.



El ECB se mantendrá en pausa por varios meses. Hoy, el ECB mantuvo sin cambios su postura monetaria después de que en la reunión previa anunció una [ampliación del programa de compra de activos](#) para hacer frente a la pandemia, PEPP, por €600,000 millones. Este último monto se suma a los €750,000 millones anunciados hace unos meses, reafirmando que el programa se extenderá al menos hasta junio del 2021.

Cabe mencionar que desde que inició el programa en abril pasado, y hasta el 3 de julio, las compras promedio semanales han sido de alrededor de €26,000 millones (ver gráfica abajo) con un acumulado de €365,671 millones. Por lo tanto, sobran €984,329 millones de recursos del paquete total. De mantenerse el ritmo actual de compras, estos alcanzan para alrededor de 38 semanas más –es decir, nueve meses y medio–. En este escenario, los recursos alcanzarían hasta marzo del 2021 y no hasta junio del mismo año, como ha sido mencionado por el banco central. Es así que, si bien esto hace factible la posibilidad de un nuevo incremento del programa, consideramos que el anuncio contempla implícitamente una reducción del monto semanal de compras conforme las condiciones vayan mejorando. Sin embargo, cabe resaltar que hasta ahora no se ha observado una reducción.

Compras semanales de activos bajo el PEPP
Millones de euros



Nota: La línea punteada denota el promedio semanal hasta el momento, en €26,000 millones
Fuente: Banorte con datos del ECB

En la conferencia de prensa tras la decisión del banco central, Lagarde dijo que el banco central no se dejará limitar mientras lucha por hacer frente a los efectos de la pandemia e insistió en que continuarán dirigiendo las compras hacia los países que más lo necesitan, como Italia. Esto último a pesar de las preocupaciones de algunos respecto a que el banco central está violando las leyes que prohíben financiar directamente a los gobiernos. La presidenta del ECB dijo que, antes del impacto del COVID-19, ya existía una divergencia entre los Estados miembros. Explicó que existe la posibilidad de que la divergencia persista en los próximos meses, a pesar de que debe evitarse hacia el futuro. Por otro lado, afirmó que el banco central apoya el Fondo de Recuperación –que estarán discutiendo este viernes y sábado los líderes de la región– y que su postura monetaria asume que será aprobado.

Consideramos que el ECB mantendrá sin cambios su postura monetaria por varios meses, en una posición de “esperar y ver” los efectos de las medidas tomadas hasta ahora. En este contexto, recordemos que, en la reunión previa, presentaron tres escenarios macroeconómicos –uno base y dos alternos (ver tabla abajo)–, siguiendo la práctica de otros bancos centrales ante la alta incertidumbre sobre la pandemia. En el primero, estiman una contracción del PIB en 2020 de 8.7%, con una fuerte caída de 13% en 2T20. También anticipan una recuperación en 2021, con un crecimiento de 5.2% y 3.3% en el 2022. En el más pesimista, estima una caída de 12.6% este año, y en el más positivo, una baja de solo 5.9%. Consideramos que una fuerte desviación negativa respecto a estos escenarios si convencería al ECB de tomar nuevas medidas.

Escenarios alternos para el PIB, Inflación y tasa de desempleo

	Proyecciones de mar.-20				Escenario optimista			Escenario base			Escenario pesimista		
	2019	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022
PIB	1.2	0.8	1.3	1.4	-5.9	6.8	2.2	-8.7	5.2	3.3	-12.6	3.3	3.8
Inflación	1.2	1.1	1.4	1.6	0.4	1.1	1.7	0.3	0.8	1.3	0.2	0.4	0.9
Tasa de desempleo	7.6	7.6	7.6	7.5	8.8	8.5	8.0	9.8	10.1	9.1	11.3	12.5	11.2

Fuente: ECB

El apoyo de la política fiscal es clave para la política monetaria. En este contexto, las voces de la necesidad de que la política monetaria se vea apoyada por la política fiscal siguen en aumento y parece que estamos cerca de una acción coordinada de estímulo fiscal en el bloque. En la decisión de hoy, Christine Lagarde dijo que el ambicioso y coordinado esfuerzo de los líderes de la región sobre el Fondo de Recuperación Económica sigue siendo crucial para la recuperación de la región además de las acciones de política monetaria que se han tomado.

Importante reunión de líderes del bloque este viernes y sábado para discutir sobre medidas de apoyo para la recuperación. Este viernes y sábado, los líderes de la región celebrarán su primera Cumbre presencial desde que inició la pandemia en Bruselas para discutir sobre las medidas para hacer frente a la pandemia. Los 27 países miembros buscarán llegar a acuerdos sobre dos temas, principalmente: (1) El presupuesto de largo plazo de la UE; y (2) [el Fondo de Recuperación Económica propuesto por la Comisión Europea](#). Consideramos muy poco probable que se llegue a un acuerdo sobre todos los detalles del fondo este fin de semana, aunque es probable que sí se llegue a un arreglo sobre los aspectos más generales, tales como su tamaño.

A pesar de algunas discrepancias, anticipamos una eventual aprobación. En este contexto, hay que tener en cuenta que para llegar a un acuerdo se requiere de un voto unánime de los países miembros, además de que todos tienen derecho de veto. Los Países Bajos, Suecia, Dinamarca y Austria se han manifestado en contra de varios aspectos de la propuesta. Destacamos que, incluso de no alcanzarse un acuerdo este fin de semana, creemos que es probable que ocurra dentro de algunas semanas. El tiempo es relativamente corto, tomando en cuenta que el nuevo periodo de presupuesto inicia el 1 de enero.

Por lo tanto, de no llegar a un acuerdo este fin de semana, para que el paquete se pueda implementar éste se debe alcanzar antes de septiembre. Lo anterior tomando en cuenta que los 27 parlamentos nacionales y el Parlamento Europeo deberán aprobarlo.

Varios temas de debate, con especial enfoque en España e Italia. En nuestra opinión, hay varios temas cruciales sobre el Fondo de Recuperación Económica. Por un lado, la propuesta de Alemania y Francia, “Merkel-Macron” era de €500,000 millones en subvenciones, mientras que la propuesta de la Comisión Europea suma €750,000 millones de euros, equivalente a 6.5% del PIB de la Unión Europea excluyendo el Reino Unido. La propuesta está dividida en dos partes principalmente: €500,000 millones en subvenciones y €250,000 millones en préstamos para los que los países podrán aplicar.

Por su parte, el presidente del Consejo Europeo, Charles Michel, ha hecho una nueva propuesta buscando conciliar la división de opinión entre los países miembros y habló de una propuesta de un máximo de €750,000 millones de euros con detalles distintos de lo propuesto por la Comisión Europea. Por su parte, destacamos que los Países Bajos se han manifestado en contra de las subvenciones, por lo que se tendrá que definir la composición adecuada entre subvenciones y préstamos. Por otro lado, existen diferencias sobre la mejor forma de asignar los recursos. La Comisión Europea propone que los fondos sean distribuidos dependiendo del impacto que ha tenido la pandemia en cada país. Por lo tanto, en lo que se refiere a las subvenciones: (1) Italia y España podrían acceder a un monto de alrededor de €80,000 millones; (2) Francia podrá contar con poco más de €38,000 millones; y (3) Alemania, podrá obtener €28,000 millones. Para poder tener acceso, los países deberán aplicar, explicar para que usarán el dinero y definir que reformas pretenden implementar para que sus economías sean más resistentes en el futuro. En nuestra opinión, el tema de las reformas también será clave en el debate. Por último y en lo que se refiere a los préstamos, la propuesta Italia cuente con €90,000 millones y España con €31,000 millones. Sumando las subvenciones ya mencionadas, el país que tendría acceso al mayor monto de recursos sería Italia, seguido de España. Es importante mencionar que las aplicaciones para obtener estos recursos deberán ser aprobadas por los 27 países miembros. Sobre este tema, el presidente del Consejo Europeo ha mencionado una alternativa, argumentando que el 70% se distribuirá de acuerdo a lo estipulado por la Comisión Europea, mientras que el 30% restante se otorgará a partir del 2023, con el monto dependiendo de la evolución de las diferentes economías en los próximos dos años. Otro factor clave sobre el que se tendrá debatir será la manera en que se regulará si se está cumpliendo o no con las condiciones que se hayan fijado para tener acceso y las consecuencias en caso de no ser así.

Importante avance en la unificación regional. De aprobarse la propuesta de la Comisión Europea, consideramos que significaría un importante avance en el proceso de unificación de la Unión Europea. En particular, destaca que la Comisión estaría emitiendo bonos en representación de todo el bloque. La propuesta es que los fondos se obtengan en los mercados financieros, con los vencimientos iniciando en 2028 y extendiéndose hasta 30 años.

Esta estrategia busca tomar ventaja de condiciones más favorables de financiamiento, ya que la calificación crediticia de la Comisión es de AAA. De esta manera, el programa será pagado entre 2028 y 2058 y será parte del nuevo presupuesto de largo plazo de la Unión Europea, que va del 2021-2027 por €1.1 billones, llevándolo a un monto de €1.9 billones. Cabe resaltar que los 27 países miembros pagarán por este plan de gasto de siete años, de acuerdo con su contribución al ingreso nacional bruto.

Esperamos que inicie la recuperación económica en 3T20 apoyada por las medidas fiscales y monetarias. En este escenario, consideramos que lo más probable es que el ECB mantenga sin cambios su postura monetaria lo que resta del año, en un contexto donde esperamos la aprobación del paquete de estímulo propuesto por la Comisión Europea, con algunas modificaciones para lograr el apoyo de todos los países miembros. Este paquete significa un apoyo de 6.5% del PIB de la Unión Europea excluyendo el Reino Unido. Esto se sumaría al apoyo fiscal que ha tenido cada uno de los países. Hasta ahora, este ha sido de 6.6% del PIB en Alemania, 1.8% del PIB en Francia y 4.2% del PIB en Italia. En nuestra opinión, es clave que efectivamente se materialice la aprobación del estímulo fiscal para que el ECB pueda esperar un tiempo antes de anunciar nuevas medidas de estímulo. Lo anterior, debido a que el contexto está caracterizado por riesgos persistentes a la baja para el crecimiento, mientras que las presiones para la inflación no son un tema de preocupación.

Creemos que estos apoyos son cruciales para la recuperación, en un entorno donde todo parece caminar hacia una recuperación a partir de 3T20 bajo el escenario en el cual el número de nuevos contagios sigue contenido. No obstante, es importante recalcar que se mantienen los riesgos de una segunda ola de contagios, además de otros temas como el *Brexit* –donde la nueva relación comercial entre la región y el Reino Unido tras el fin del periodo de transición el 31 de diciembre de este año aún no está definida– y en el frente comercial, tales como la posibilidad de nuevos aranceles por parte de EE.UU. a productos provenientes de la región.

Certificación de los Analistas.

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

Declaraciones relevantes.

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

Remuneración de los Analistas.

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

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

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

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

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

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

Tenencia de valores y otras revelaciones.

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

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

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

Guía para las recomendaciones de inversión.

	Referencia
COMPRA	Cuando el rendimiento esperado de la acción sea mayor al rendimiento estimado del IPC.
MANTENER	Cuando el rendimiento esperado de la acción sea similar al rendimiento estimado del IPC.
VENTA	Cuando el rendimiento esperado de la acción sea menor al rendimiento estimado del IPC.

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

Determinación de precios objetivo

Para el cálculo de los precios objetivo estimado para los valores, los analistas utilizan una combinación de metodologías generalmente aceptadas entre los analistas financieros, incluyendo de manera enunciativa, más no limitativa, el análisis de múltiplos, flujos descontados, suma de las partes o cualquier otro método que pudiese ser aplicable en cada caso específico conforme a la regulación vigente. No se puede dar garantía alguna de que se vayan a lograr los precios objetivo calculados para los valores por los analistas de Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V., ya que esto depende de una gran cantidad de diversos factores endógenos y exógenos que afectan el desempeño de la empresa emisora, el entorno en el que se desempeña e influyen en las tendencias del mercado de valores en el que cotiza. Es más, el inversionista debe considerar que el precio de los valores o instrumentos puede fluctuar en contra de su interés y ocasionarle la pérdida parcial y hasta total del capital invertido.

La información contenida en el presente reporte ha sido obtenida de fuentes que consideramos como fidedignas, pero no hacemos declaración alguna respecto de su precisión o integridad. La información, estimaciones y recomendaciones que se incluyen en este documento son vigentes a la fecha de su emisión, pero están sujetas a modificaciones y cambios sin previo aviso; Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. no se compromete a comunicar los cambios y tampoco a mantener actualizado el contenido de este documento. Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. no acepta responsabilidad alguna por cualquier pérdida que se derive del uso de este reporte o de su contenido. Este documento no podrá ser fotocopiado, citado, divulgado, utilizado, ni reproducido total o parcialmente sin previa autorización escrita por parte de, Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V.

GRUPO FINANCIERO BANORTE S.A.B. de C.V.

Dirección General Adjunta de Análisis Económico y Relación con Inversionistas			
Gabriel Casillas Olvera	Director General Adjunto Análisis Económico y Relación con Inversionistas	gabriel.casillas@banorte.com	(55) 4433 - 4695
Raquel Vázquez Godínez	Asistente Dir. General Adjunta Análisis Económico y Relación con Inversionistas	raquel.vazquez@banorte.com	(55) 1670 - 2967
Lourdes Calvo Fernández	Analista (Edición)	lourdes.calvo@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2611
Análisis Económico y Estrategia Financiera de Mercados			
Alejandro Padilla Santana	Director Ejecutivo Análisis Económico y Estrategia Financiera de Mercados	alejandro.padilla@banorte.com	(55) 1103 - 4043
Itzel Martínez Rojas	Analista	itzel.martinez.rojas@banorte.com	(55) 1670 - 2251
Análisis Económico			
Juan Carlos Alderete Macal, CFA	Director Análisis Económico	juan.alderete.macal@banorte.com	(55) 1103 - 4046
Francisco José Flores Serrano	Subdirector Economía Nacional	francisco.flores.serrano@banorte.com	(55) 1670 - 2957
Katia Celina Goya Ostos	Subdirector Economía Internacional	katia.goya@banorte.com	(55) 1670 - 1821
Luis Leopoldo López Salinas	Analista Economía Internacional	luis.lopez.salinas@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2707
Estrategia de Mercados			
Manuel Jiménez Zaldívar	Director Estrategia de Mercados	manuel.jimenez@banorte.com	(55) 5268 - 1671
Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio			
Santiago Leal Singer	Subdirector Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	santiago.leal@banorte.com	(55) 1670 - 2144
Leslie Thalia Orozco Vélez	Gerente Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	leslie.orozco.velez@banorte.com	(55) 5268 - 1698
Análisis Bursátil			
Marissa Garza Ostos	Director Análisis Bursátil	marissa.garza@banorte.com	(55) 1670 - 1719
José Itzamna Espitia Hernández	Subdirector Análisis Bursátil	jose.espitia@banorte.com	(55) 1670 - 2249
Valentín III Mendoza Balderas	Subdirector Análisis Bursátil	valentin.mendoza@banorte.com	(55) 1670 - 2250
Víctor Hugo Cortes Castro	Subdirector Análisis Técnico	victorh.cortes@banorte.com	(55) 1670 - 1800
Eridani Ruibal Ortega	Analista	eridani.ruibal.ortega@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2755
Juan Barbier Arizmendi	Analista	juan.barbier@banorte.com	(55) 1670 - 1746
Análisis Deuda Corporativa			
Tania Abdul Massih Jacobo	Director Deuda Corporativa	tania.abdul@banorte.com	(55) 5268 - 1672
Hugo Armando Gómez Solís	Subdirector Deuda Corporativa	hugo.gomez@banorte.com	(55) 1670 - 2247
Gerardo Daniel Valle Trujillo	Gerente Deuda Corporativa	gerardo.valle.trujillo@banorte.com	(55) 1670 - 2248
Estudios Económicos			
Delia María Paredes Mier	Director Ejecutivo Estudios Económicos	delia.paredes@banorte.com	(55) 5268 - 1694
Miguel Alejandro Calvo Domínguez	Subdirector Estudios Económicos	miguel.calvo@banorte.com	(55) 1670 - 2220
Banca Mayorista			
Armando Rodal Espinosa	Director General Banca Mayorista	armando.rodal@banorte.com	(55) 1670 - 1889
Alejandro Aguilar Ceballos	Director General Adjunto de Administración de Activos	alejandro.aguilar.cebillos@banorte.com	(55) 5004 - 1282
Alejandro Eric Faesi Puente	Director General Adjunto de Mercados y Ventas Institucionales	alejandro.faesi@banorte.com	(55) 5268 - 1640
Alejandro Frigolet Vázquez Vela	Director General Adjunto Sólida	alejandro.frigolet.vazquezvela@banorte.com	(55) 5268 - 1656
Arturo Monroy Ballesteros	Director General Adjunto Banca Inversión	arturo.monroy.ballesteros@banorte.com	(55) 5004 - 5140
Carlos Alberto Arciniega Navarro	Director General Adjunto Tesorería	carlos.arciniega@banorte.com	(81) 1103 - 4091
Gerardo Zamora Nanez	Director General Adjunto Banca Transaccional y Arrendadora y Factor	gerardo.zamora@banorte.com	(81) 8173 - 9127
Jorge de la Vega Grajales	Director General Adjunto Gobierno Federal	jorge.delavega@banorte.com	(55) 5004 - 5121
Luis Pietrini Sheridan	Director General Adjunto Banca Patrimonial y Privada	luis.pietrini@banorte.com	(55) 5249 - 6423
Lizza Velarde Torres	Director Ejecutivo Gestión Banca Mayorista	lizza.velarde@banorte.com	(55) 4433 - 4676
Oswaldo Brondo Menchaca	Director General Adjunto Bancas Especializadas	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