

FMI/Banco Mundial 2015 – ¿Qué mantiene preocupados a los participantes del mercado?

12 de octubre 2015

- Este fin de semana se llevó a cabo la reunión anual del Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial (BM), en Lima, Perú
- En nuestra opinión, las principales conclusiones de la reunión son:
 - (1) No está claro si el mundo está en un "estancamiento secular" o en modo "esta vez es diferente";
 - (2) La mayoría –incluidos nosotros-, anticipamos que el Fed subirá tasas en diciembre, sobre todo ante la convicción que sobre el tema han mostrado varios miembros del FOMC;
 - (3) No hay duda de que China está desacelerando, el tema aquí es si el gobierno podrá continuar con la transición de una economía basada en la inversión y las exportaciones a una basada en el consumo privado;
 - (4) Las preocupaciones sobre los niveles de deuda corporativa en economías emergentes; y
 - (5) México sigue siendo la mejor economía emergente debido a sus sólidos fundamentos macroeconómicos, así como la agenda de reformas estructurales recientemente aprobada

www.banorte.com
www.ixe.com.mx
@analisis_fundam

Gabriel Casillas

Director General Adjunto Análisis Económico
gabriel.casillas@banorte.com

Delia Paredes

Director Ejecutivo Análisis y Estrategia
delia.paredes@banorte.com

Katia Goya

Economista Senior Global
katia.goya@banorte.com

Alejandro Padilla

Director de Estrategia
alejandro.padilla@banorte.com

Importancia de la reunión anual. Una delegación de Banorte-Ixe asistimos a la reunión anual del Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial (BM), que se llevó a cabo este fin de semana en la ciudad de Lima, Perú. Cabe mencionar que esta es la primera vez en 48 años que la sede de esta reunión es en un país Latinoamericano. En nuestra opinión, asistir a esta reunión significa estar en contacto con los temas más importantes que se están discutiendo a nivel global.

El mundo se encuentra experimentando uno de los momentos más importantes de la historia contemporánea. Han pasado ya siete años de que inicio la crisis financiera global más profunda desde la gran depresión de 1929 y todavía no está claro si el episodio de crisis está por terminar o la denominada “nueva normal” será simplemente crecer a tasas menores –implicando niveles bajos de tasa de interés por un largo periodo de tiempo-, o peor aún, la economía global podría estar acercándose a otra recesión. Nos encontramos en un momento en el que varias teorías contratantes se encuentran convergiendo, en donde no sabemos cuál es la correcta y por lo tanto, tampoco cuáles son las medidas de política económica adecuadas. ¿Nos encontramos en un mundo a la Rogoff y Reinhart en donde a las economías les toma más tiempo salir de la crisis económica cuando ésta viene acompañada de una crisis bancaria? O ¿El mundo está experimentando un “estancamiento secular” en el sentido de Summers y Gordon, en donde el estado actual de la demografía y la productividad provocarán que los países desarrollados crezcan a menores tasas hacia delante? o ¿El mundo se encontrará experimentando una combinación de estos dos fenómenos y está cerca de entrar en un episodio de contracción del ciclo?

Este es el mundo en el que vivimos hoy en día y es por ello que radica la importancia de asistir a esta asamblea anual del FMI/BM, para evaluar la situación de la economía mundial y qué esperar hacia delante.

Los dos temas más relevantes. Después de una introducción ligeramente filosófica, pasemos a los dos temas más relevantes: (1) El inicio potencial del proceso de normalización de tasas de interés en EE.UU.; y (2) la transición estructural en China. Como algunos oradores participantes lo comentaron, la aparentemente inminente subida de tasas de interés del Fed está teniendo un impacto en la cuenta de capitales de varios países, mientras que el rebalanceo de las fuentes de crecimiento de China –que ya ha provocado menores tasas de crecimiento–, está teniendo efectos en la cuenta corriente de algunas economías. Ambos eventos se están propagando por tres canales de transmisión: (1) Fortaleza del dólar; (2) mayores tasas de interés; y (3) menores precios de las materias primas (*commodities*). Por una parte, esta parece ser una combinación particularmente tóxica para los países emergentes. No obstante lo anterior, afortunadamente la percepción generalizada es que la mayoría de las economías emergentes están preparadas para enfrentar los riesgos anteriormente mencionados. Esto se debe principalmente a las modificaciones que llevaron a cabo las autoridades de los países emergentes que experimentaron crisis en los noventas, en donde optaron por regímenes de tipo de cambio más flexibles, lograron una menor dominancia fiscal, disminuyeron los niveles de deuda externa y acumularon altos niveles de reservas internacionales. Debido a esto, en el balance de riesgos, los participantes de los mercados están más enfocados en la deuda corporativa de países emergentes, particularmente de empresas que no tienen flujos naturales en moneda extranjera, así como los que no tienen ningún tipo de cobertura cambiaria.

Principales conclusiones. En nuestra opinión, las principales conclusiones de la reunión son: (1) No está claro si el mundo está en un "*estancamiento secular*" o en modo "*esta vez es diferente*". Sin embargo, dada la experiencia de México en 1994 con una crisis gemela (económica y financiera), pensamos que la economía en la que comenzó la crisis (Estados Unidos) ya está saliendo de la misma; (2) la mayoría considera que el Fed debería haber comenzado ya su proceso de normalización, aunque teniendo en cuenta lo que ha sucedido, parece que los miembros del FOMC siempre serán capaces de encontrar una razón para salir de la era de tasas bajas. Sin embargo, la mayoría –incluidos nosotros–, todavía pensamos que el Fed subirá tasas en diciembre, sobre todo ante la convicción que sobre el tema han mostrado varios miembros del FOMC; (3) no hay duda de que China está desacelerando, el tema aquí es si en caso de una desaceleración más rápida y más profunda, el gobierno podrá continuar con la transición de una economía basada en la inversión y las exportaciones a una basada en el consumo privado, así como los posibles errores de política en los que podrían incurrir; (4) las preocupaciones sobre los niveles de deuda corporativa en economías emergentes; y (5) México sigue siendo la mejor economía emergente debido a sus sólidos fundamentos macroeconómicos, así como la agenda de reformas estructurales recientemente aprobada, que también se beneficiará de la recuperación continua de Estados Unidos.

Las reuniones a detalle...

Continúa la recuperación de la economía global, aunque a un ritmo lento.

Cabe destacar que previo a estas reuniones, el FMI publicó su reporte de perspectivas de la economía mundial (*World Economic Outlook* o *WEO*), en el que revisó a la baja su estimado de crecimiento tanto para 2015 (de 3.3% a 3.1%) como para el año que entra (de 3.8% a 3.6%). En este contexto, de acuerdo con el FMI, las economías avanzadas tendrán un ligero repunte este año vs. 2014, debido a una modesta recuperación de la Eurozona y el crecimiento de Japón, que ha vuelto a terreno positivo, apoyado por la baja en los precios del petróleo, la política monetaria acomodaticia y la mejoría en las condiciones financieras. En cuanto a las economías emergentes, el FMI destacó la diferencia entre países, aunque explicó que las perspectivas para este año son en general, de debilidad, con una desaceleración de las economías emergentes a un ritmo de crecimiento de 4% desde 4.6% en el 2014. Los factores atrás del menor dinamismo son: (1) Menor crecimiento en los países exportadores de petróleo y materias primas; (2) desaceleración de China; (3) ajustes después de booms crediticios y de inversión y (4) tensiones geopolíticas. Explicaron que, en general, las condiciones externas se han vuelto más complicadas para las economías emergentes. Por su parte, la mejoría que espera el FMI para el crecimiento de estas economías en el 2016 refleja no una recuperación generalizada, sino una recesión menos profunda o una normalización parcial de las condiciones en economías que están en tensión este año.

Los temas más relevantes. En nuestra opinión, los temas de coyuntura que marcaron las reuniones fueron tres: (1) La incertidumbre sobre el cambio estructural en China, que afecta la perspectiva de crecimiento de otras economías emergentes, vía su cuenta corriente; (2) la normalización de la política monetaria en Estados Unidos, y su efecto sobre la cuenta de capitales del resto del mundo, particularmente emergentes; (3) la necesidad que probablemente tendrán la Eurozona y Japón de incrementar el estímulo monetario, ante un panorama de precios de materias primas a la baja, en particular del petróleo, y su efecto sobre la inflación. Adicionalmente, entre los temas de carácter más estructural que estuvieron presentes en la agenda de las reuniones, destacamos dos: (1) El impacto sobre el crecimiento de los nuevos estándares de regulación financiera a nivel global; y (2) las tecnologías disruptivas y su rol en el sistema financiero.

Los riesgos del cambio estructural en China. La incertidumbre sobre el escenario en China ocupó gran parte del tiempo de las discusiones. Las dudas entre los inversionistas y los analistas viene, no por el tema de la desaceleración en sí –con el consenso de acuerdo en un aterrizaje suave, con tasas de crecimiento estabilizándose entre 6%-7% anual-, sino por qué tanto podría prolongarse dicha desaceleración en un contexto de cambio estructural. Cabe mencionar que, hasta ahora, el gobierno chino ha seguido adelante con los objetivos planteados en la *Tercera Reunión Plenaria del Partido Comunista Chino*, en donde en 2013 se fijaron los objetivos de política para los siguientes años.

No obstante, los temores vienen particularmente por dos cuestiones: (1) La incertidumbre ante el desconocimiento del paradigma del gobierno chino –sobre todo por que cambiar de una economía basada en la inversión a una basada en el consumo toma tiempo; y (2) la probabilidad de que se cometa un error de política, particularmente en términos de la política cambiaria.

El Fed subirá en diciembre. Si bien percibimos un consenso entre los inversionistas de que el Fed actuará en diciembre, no existe convicción de que el escenario para subir tasas vaya a ser necesariamente el indicado. Lo anterior a pesar de que el desempeño de la economía en Estados Unidos está siendo aceptable, con un mercado laboral que ha mejorado sustancialmente. No obstante, existe el riesgo de que la inflación se mantenga por debajo del objetivo de 2%, por más tiempo de lo que se tenía inicialmente previsto.

Un futuro poco promisorio para las materias primas. Los inversionistas expresaron fuertes preocupaciones sobre la dinámica de los mercados de materias primas (*commodities*). En general, el sentimiento continúa siendo negativo, por lo menos para los próximos doce meses. La perspectiva pesimista toma en cuenta al petróleo, productos derivados del crudo, metales y alimentos. Se han identificado tres catalizadores principales que han estado presentes desde mediados de 2014 y que probablemente continuarán hasta 2016/2017. Primero, el efecto adverso del grado de holgar en la economía global, intensificada por la desaceleración en China. Esto resultará en una menor demanda por este tipo de activos, principalmente petróleo y metales relacionados con la actividad industrial. Segundo, un choque de oferta. Varios países miembros de la OPEP han incrementado su producción a pesar de la decisión del organismo de mantener la cuota del total de sus miembros intacta. Esta situación junto con una plataforma de producción en EE.UU. que no ha disminuido de manera significativa en los últimos meses ha intensificado las preocupaciones de bajos precios por más tiempo. El nivel de inventarios y el conteo de perforaciones, los cuales son indicadores adelantados sobre la producción no han sufrido modificaciones importantes. Adicionalmente, nuevos procesos eficientes en costos han generado presiones a la baja en la curva de costos de las empresas, disminuyendo la tasa de ajuste de la oferta de petróleo. Tercero, los *commodities* (principalmente el petróleo) están enfrentando un cambio estructural muy importante. Desde 2012, economías consumidoras de *commodities* se han convertido en productores importantes (*e.g.* EE.UU., Canadá y Brasil). Es por ello que no se ha observado una ganancia de países importadores que pueda compensar las pérdidas de países exportadores de mercancías, lo cual ha implicado en un precio de equilibrio más bajo. Asimismo, un ambiente de bajas tasas a nivel global ha inducido a las empresas a explorar e incursionar en nuevos proyectos asociados a mercancías, incrementando la oferta total. Adicional a los factores considerados anteriormente, existen algunas condiciones de corto plazo que vale la pena mencionar y que llamaron la atención de varios inversionistas atendiendo las reuniones del FMI/BM. Temas geopolíticos en Irán y Libia pudieran resultar en un incremento en la producción total del petróleo de 1 a 2 millones de barriles diarios para finales de 2016.

Otro factor (asociado a precios de alimentos) está relacionado a los posibles efectos del fenómeno de "El Niño" en algunas regiones (principalmente la parte central y centro-este del Pacífico ecuatorial). Como resultado, los temas discutidos sobre *commodities* sugiere un riesgo de los precios a la baja de 10% a 15% (petróleo, productos derivados del crudo y metales) para los próximos 12 meses

Doble riesgo para emergentes. Percibimos que la principal preocupación para el escenario del año que entra viene en términos de los retos que enfrentan las economías emergentes, dadas las fuentes de incertidumbre antes mencionadas. En este contexto, dimensionar la magnitud de la desaceleración en China es central para determinar la perspectiva de crecimiento en otras economías emergentes, cuya cuenta corriente se ve afectada, ya sea por ser exportadores cuyo cliente principal es la propia economía china, o indirectamente, dada su exposición a las exportaciones de materias primas en general. Por lo que toca al efecto del retraso en el Fed, la opinión general es que la falta de decisión por parte de la autoridad monetaria en Estados Unidos ha sido una de las fuentes de incertidumbre para los mercados emergentes, cuya cuenta de capitales –i.e. la salida de flujos–, lleva ya varios meses resintiendo este factor. Para el caso de China en particular, el canal de retroalimentación entre los temores por la desaceleración de su actividad económica y el retraso en la normalización en Estados Unidos se explica porque en los últimos años los bancos comerciales han sido uno de los principales proveedores de fondeo en China. Dicho fondeo es predominantemente de corto plazo e incentivado por el arbitraje que existía entre las tasas de interés. No obstante, los factores que favorecían dichos fondos ya no están presentes, lo que explica en gran medida el ajuste que hemos visto en los mercados financieros chinos.

No obstante, no estamos cerca de una crisis en economías en emergentes. Si bien la principal fuente de preocupación global está en el desempeño de las economías emergentes, también se reconoció que dichas economías están mejor preparadas para los riesgos que enfrentan, particularmente las economías latinoamericanas. Básicamente existen cuatro factores a favor: (1) Los flujos se han desacelerado pero no son todavía negativos en Latinoamérica; (2) existen mecanismos de absorción de choques, como es el caso de regímenes de tipo de cambio flexibles, así como (3) el nivel de reservas internacionales; y (4) si bien ha habido un incremento importante en los niveles de apalancamiento de las empresas, la duración de la deuda es mayor que en otros episodios, mientras que no se perciben problemas, en particular en los mercados de derivados. No obstante, se enfatizó la necesidad de reformas estructurales. En este contexto, se destacó el avance que se ha visto en México y la India, en particular.

Mayor estímulo monetario en Eurozona y Japón. Ante un escenario en el que se esperan precios de materias primas persistentemente bajos, se enfatizó la necesidad –y la voluntad-, de bancos centrales como el de la Eurozona y Japón de incrementar el estímulo monetario en caso de ser necesario. En el caso del ECB, si bien es el último de los bancos centrales en implementar un programa de QE, tiene pocos instrumentos adicionales de política monetaria en caso de ser necesario. No sólo las tasas de corto plazo están ya en cero –inclusive las tasas de depósito están en terreno negativo-, sino que las tasas de largo plazo están cerca de su límite bajo. Adicionalmente, el programa de compras de activos ha hecho poco por modificar las expectativas de inflación. No obstante, las intervenciones de los distintos miembros del ECB han logrado cambiar la dinámica del mercado por lo que esperamos una participación activa de los diferentes miembros del consejo del ECB –con su presidente Mario Draghi, a la cabeza-, en los próximos meses. En el caso del BoJ, la inflación no ha podido repuntar por los precios energéticos mientras que la brecha del producto se está cerrando lentamente. En este contexto, el gobernador del BoJ, Haruhiko Kuroda, destacó que no dudarán en actuar en caso de ser necesario, sobre todo ante una difícil situación fiscal, en la que el gobierno tiene planeado un incremento en el impuesto sobre las ventas en 2017, lo que podría revertir la incipiente recuperación del consumo privado.

México, el consentido de emergentes con retos de política monetaria. Los tres aspectos más relevantes que se trataron en las reuniones con respecto a nuestro país fueron: (1) México continúa siendo el mejor mercado emergente, con una plataforma sólida de fundamentales macroeconómicos, en donde además se cuenta ahora con una serie de reformas estructurales ya aprobadas; (2) no se está poniendo mucha atención al lento crecimiento de México, sobre todo porque la mayoría de los países emergentes han experimentado una desaceleración económica importante y México se encuentra creciendo a tasas iguales o hasta mayores que algunos de estos países (favor de ver recuadro abajo a la izquierda); y lo que por el momento es el tema en el que se están enfocando los inversionistas (3) ¿Qué va a hacer la Junta de Gobierno del Banco de México si el Fed decide postergar (¿indefinidamente?) el inicio de la normalización de tasas de interés? La respuesta puede sonar irrelevante si la vemos a la luz del binomio crecimiento-inflación. Sobre todo con la inflación anual en su nivel más bajo de la historia (2.52%) y las tasas de crecimiento que no se han despegado al promedio de los últimos 20 años. Sin embargo, más allá de esas dos variables se encuentran dos asuntos muy relevantes hoy en día: (a) El Gobernador Carstens ha comentado en reiteradas ocasiones que México es una economía pequeña y abierta, tomadora de precios -en donde la tasa de interés es uno de los principales precios de la economía-, por lo que el banco central no controla la tasa de interés de manera absoluta, sino el diferencia entre la tasa *de Fed funds* y la de fondeo en México.

Es por ello que se considera importante mantener ese diferencial sin mucho cambio con el objetivo de no arriesgarse a detonar una salida potencial de capitales, sobre todo de las inversiones de no residentes en la parte corta de la curva de bonos gubernamentales mexicanos (Cetes); y (b) en la medida en que el Fed retrase más el inicio de su proceso de normalización -manteniendo a los participantes de los mercados con la idea de que ese movimiento va a ocurrir más temprano que tarde-, continuará el episodio de alta volatilidad en los mercados financieros.

Si esto llegara a ocurrir, va a haber la necesidad de continuar atenuando los procesos de depreciación cambiaria, sobre todo los que ocurren con bajo volumen de operación. Hasta el momento, la Comisión de Cambios (CC) lo ha llevado a cabo utilizando dos tipos de subastas diarias de dólares, las de precio mínimo -que se detonan cuando el tipo de cambio se deprecia al menos 1% con respecto al nivel *fix* o de subasta del día hábil inmediato anterior-, y las que no tienen precio mínimo. Desafortunadamente, estas intervenciones preanunciadas ya han restado una porción importante a las reservas internacionales, a pesar de que todavía se encuentran en niveles altos y que se cuenta con la *Línea de Crédito Flexible* del FMI. Sobre todo porque, como se puede observar en el recuadro de abajo a la derecha, la fuente principal de acumulación de reservas -la venta de dólares de Pemex-, ya no es lo que era antes. Esto se debe a los bajos precios del petróleo, la menor producción y por tanto, menor exportación y también a la mayor importación de gasolinas. En nuestra opinión, esta situación es la que propició que el Gobernador Carstens comentara en el marco de la reunión anual del FMI/BM, que podría darse el caso en el que el banco central prefiera utilizar la tasa de interés como instrumento para suplir las subastas de dólares. En este contexto pensamos que la CC va a anunciar pronto una modificación importante en las subastas, en donde anticipamos una reducción importante en el monto de las que no tienen precio mínimo y aumentar en la misma proporción las de precio mínimo. Si el mercado cambiario tiene un "buen comportamiento" con esta modificación, entonces permitirá al Banco de México no cambiar su política monetaria en el corto plazo y esperar al Fed a que lleve a cabo su primera alza de tasas de interés.

Estimados de crecimiento del FMI
% anual

	Estimados octubre 15		Estimados julio 2015	
	2015	2016	2015	2016
Emergentes y en desarrollo	4.0	4.5	4.2	4.7
Rusia	-3.8	-0.6	-3.4	0.2
China	6.8	6.3	6.8	6.3
Colombia	2.5	2.8	3.4	3.7
Chile	2.3	2.5	2.7	3.3
Peru	2.4	3.3	3.8	4.9
Brasil	-3.0	-1.0	-1.5	0.3
México	2.3	2.8	2.4	3.0

Fuente: FMI

Ventas diarias de dólares de Banco de México y ventas de Pemex a Banxico

Tipo de subasta	Mdd (acumulado en el año)	% del total
Total	17,205	100
Subastas con precio mínimo	2,109	12.3
1.5% (a lo largo del año)	400	2.3
1.0% (desde el 31 de julio de 2015)	1,709	9.9
Subastas sin precio mínimo	15,096	87.7
US\$ 52 millones (desde marzo 2015)	5,096	29.6
US\$ 200 mn. (desde el 31 de julio de 2015)	10,000	58.1
Ventas de dólares de Pemex a Banco de Mexico	3,614	

Fuente: Banxico

Temas estructurales

Acuerdo Estratégico Trans-Pacífico (TPP). Ante el reciente acuerdo entre los países que negocian el TPP, las principales economías latinoamericanas destacaron que el éxito en las negociaciones fue posible ante un robustecimiento del marco macroeconómico, en donde predomina la disciplina fiscal y los objetivos de inflación. Adicionalmente, en el caso de Latinoamérica, el acuerdo viene en un momento en el que existe ya cierta integración de los mercados financieros, como es el caso del *Mercado Integrado Latinoamericano (MILA)*, en el que actualmente se pueden intercambiar acciones de las empresas que cotizan en las bolsas en Chile, Colombia, Perú y México, con liquidación en el mercado local de cada uno de estos países. Este acuerdo se pretende extender próximamente al mercado de renta fija, y converger hacia un código fiscal común para inversionistas, así como la homologación del trato a los inversionistas institucionales.

El impacto sobre el crecimiento de los nuevos estándares de regulación financiera a nivel global. Un tema que estuvo presente en muchas de las discusiones sobre el crecimiento, en un contexto en el que la política monetaria está empezando a tener un efecto limitado, y ante la falta de un impulso reformador por parte de los gobiernos, es el amplio margen que existe para desarrollar la infraestructura como una estrategia para impulsar la actividad económica. En estas discusiones, una constante por parte de los representantes del sistema financiero, fue destacar cómo las nuevas medidas de regulación financiera (*Basilea III*) han minado las posibilidades de los bancos en particular de participar en este impulso. Si no hay una alineación de las garantías de los bancos de desarrollo para soportar el financiamiento de proyectos, es muy difícil que bajo la regulación actual, los bancos comerciales tengan los retornos de capital necesarios para poder extender financiamiento a la infraestructura. En lo que respecta al principal reto que enfrenta este tema el próximo año, está la inconsistencia que todavía existe entre países en términos de implementación de las nuevas medidas de regulación.

Las tecnologías disruptivas y su rol en el sistema financiero. Finalmente, un tema importante presente en las reuniones fue el rol de las tecnologías disruptivas en el sistema financiero. En particular, el sector enfrenta retos importantes ante las nuevas tecnologías como son: (1) la movilidad; (2) las monedas virtuales; (3) la inteligencia artificial; (4) biometría; y (5) la nube. En este contexto, la transformación digital de los bancos se está dando en un contexto en el que no existe ni una ruta ni una meta pre-definida, además de sin reglas escritas.

Certificación de los Analistas.

Nosotros, Gabriel Casillas Olvera, Delia María Paredes Mier, Alejandro Padilla Santana, Manuel Jiménez Zaldívar, Tania Abdul Massih Jacobo, Alejandro Cervantes Llamas, Katia Celina Goya Ostos, Juan Carlos Alderete Macal, Víctor Hugo Cortes Castro, Marissa Garza Ostos, Marisol Huerta Mondragón, Miguel Alejandro Calvo Domínguez, Juan Carlos García Viejo, Hugo Armando Gómez Solís, Idalia Yanira Céspedes Jaén, José Itzamna Espitia Hernández, Valentín III Mendoza Balderas, Rey Saúl Torres Olivares, Santiago Leal Singer, y María de la Paz Orozco, 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 Ixe 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 Ixe, 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 Ixe, 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.
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
Alejandro Cervantes Llamas	Subdirector Economía Nacional	alejandro.cervantes@banorte.com	(55) 1670 - 2972
Katia Celina Goya Ostos	Subdirector Economía Internacional	katia.goya@banorte.com	(55) 1670 - 1821
Miguel Alejandro Calvo Domínguez	Gerente Economía Regional y Sectorial	miguel.calvo@banorte.com	(55) 1670 - 2220
Juan Carlos García Viejo	Gerente Economía Internacional	juan.garcia.viejo@banorte.com	(55) 1670 - 2252
Rey Saúl Torres Olivares	Analista Economía Nacional	saul.torres@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
Juan Carlos Alderete Macal	Subdirector de Estrategia de Tipo de Cambio	juan.alderete.macal@banorte.com	(55) 1103 - 4046
Santiago Leal Singer	Analista Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	santiago.leal@banorte.com	(55) 1670 - 2144

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
Marisol Huerta Mondragón	Alimentos / Bebidas / Comerciales	marisol.huerta.mondragon@banorte.com	(55) 1670 - 1746
José Itzamna Espitia Hernández	Aeropuertos / Cementos / Fibras / Infraestructura	jose.espitia@banorte.com	(55) 1670 - 2249
Valentín III Mendoza Balderas	Autopartes	valentin.mendoza@banorte.com	(55) 1670 - 2250
María de la Paz Orozco García	Analista	maripaz.rozco@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	Gerente Deuda Corporativa	hugoa.gomez@banorte.com	(55) 1670 - 2247
Idalia Yanira Céspedes Jaén	Gerente Deuda Corporativa	idalia.cespedes@banorte.com	(55) 1670 - 2248

Banca Mayorista

Armando Rodal Espinosa	Director General Banca Mayorista	armando.rodal@banorte.com	(81) 8319 - 6895
Alejandro Eric Faesi Puente	Director General Adjunto de Mercados y Ventas Institucionales	alejandro.faesi@banorte.com	(55) 5268 - 1640
Alejandro Aguilar Ceballos	Director General Adjunto de Administración de Activos	alejandro.aguilar.cebillos@banorte.com	(55) 5268 - 9996
Arturo Monroy Ballesteros	Director General Adjunto Banca Inversión Financ. Estruct.	arturo.monroy.ballesteros@banorte.com	(55) 5004 - 1002
Gerardo Zamora Nanez	Director General Adjunto Banca Transaccional y Arrendadora y Factor	gerardo.zamora@banorte.com	(81) 8318 - 5071
Jorge de la Vega Grajales	Director General Adjunto Gobierno Federal	jorge.delavega@banorte.com	(55) 5004 - 5121
Luis Pietrini Sheridan	Director General Adjunto Banca Patrimonial y Privada	luis.pietrini@banorte.com	(55) 5004 - 1453
René Gerardo Pimentel Ibarrola	Director General Adjunto Banca Corporativa e Instituciones Financieras	pimentelr@banorte.com	(55) 5268 - 9004
Ricardo Velazquez Rodriguez	Director General Adjunto Banca Internacional	ricardo.velazquez@banorte.com	(55) 5268 - 9879
Víctor Antonio Roldan Ferrer	Director General Adjunto Banca Empresarial	victor.rolan.ferrer@banorte.com	(55) 5004 - 1454