

Perspectivas de la Economía Mundial del FMI – La caída de la inflación tardará más de lo previsto

11 de abril 2023

www.banorte.com
@analisis_fundam

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

- El Fondo Monetario Internacional (FMI) publicó su documento *Perspectivas de la Economía Mundial*
- La institución revisó ligeramente a la baja el estimado de crecimiento global para 2023 a 2.8% (previo 2.9%). Asimismo, el pronóstico para 2024 se revisó en la misma magnitud y sentido, desde 3.1% a 3.0%
- El ajuste de este año se debió principalmente a la ‘fragmentación geoeconómica’ y mayor incertidumbre en el frente de estabilidad financiera. Los riesgos permanecen sesgados a la baja
- Las economías desarrolladas crecerán 1.3% desde 1.2% estimado en enero. En 2024, su pronóstico fue igual en 1.4%. Las emergentes avanzarán 3.9% y 4.2%, en el mismo orden, lo que significa un ajuste a la baja en el primer caso y sin cambios en el segundo
- En cuanto a la inflación, el FMI revisó su estimado de 2023 a 7.0%, 40pb más que en enero. Se anticipa menor inflación general respecto al año pasado en 76% de las economías debido a menores precios de energéticos y alimentos. A pesar de lo anterior, no espera que la inflación general vuelva a sus niveles objetivo antes de 2025
- Por su parte, la caída de la inflación que excluye estos dos últimos rubros bajaría de manera más gradual, ubicándose en 6.2% (+50pb respecto al pronóstico previo)
- El FMI advirtió sobre la alta incertidumbre y los riesgos por el estrés del sector financiero, a lo que se suman las presiones de una política monetaria más estricta y la invasión rusa de Ucrania
- En términos generales, coincidimos con el escenario de crecimiento del FMI. No obstante, seguimos pensando que sus proyecciones son algo optimistas, especialmente para el caso de EE.UU.

Ajuste a la baja del crecimiento global por la incertidumbre financiera, aunque marginal. El Fondo Monetario Internacional (FMI) publicó la actualización de su reporte sobre las *Perspectivas de la Economía Mundial*. Revisó marginalmente a la baja el estimado de crecimiento global para este y el próximo año para su escenario base. En específico, la economía mundial crecería 2.8% en 2023 (previo: 2.9%), desacelerándose tras el +3.4% de 2022. Los ajustes están relacionados principalmente con el estrés bancario a raíz del colapso de SVB en marzo, mismo que generó incertidumbre a nivel global y que podría debilitar la economía real a través de un fuerte deterioro de las condiciones financieras y crediticias. Entre los riesgos a la baja destacan que: (1) Continuará la lucha contra la inflación a nivel global, lo que se traduce en tasas de interés más elevadas por los bancos centrales; (2) que la reapertura de China pueda verse amenazada; (3) un escalamiento de la guerra en Ucrania; y (4) posibles problemas de cumplimiento de pago de deuda soberana ante mayores tasas de interés.

Documento destinado al público en general

Si bien nuestros estimados para el crecimiento de algunas regiones son menos optimista que el del FMI —e.g. Estados Unidos en 1.6% vs. nuestro 0.8%— coincidimos que la dinámica y persistencia de la inflación subyacente sigue siendo uno de los principales retos. Por otra parte, la reapertura más rápida y generalizada de la economía china es el principal factor positivo, en línea con el escenario publicado en enero pasado.

Estimados de crecimiento del FMI: abril 2023

% anual

	Proyecciones abr.-23			Proyecciones ene.-23		Diferencias	
	2022	2023	2024	2023	2024	2023	2024
Global	3.4	2.8	3.0	2.9	3.1	-0.1 ▼	-0.1 ▼
Economías Avanzadas	2.7	1.3	1.4	1.2	1.4	+0.1 ▲	0.0 =
Estados Unidos	2.1	1.6	1.1	1.4	1.0	+0.2 ▲	+0.1 ▲
Eurozona	3.5	0.8	1.4	0.7	1.6	+0.1 ▲	-0.2 ▼
Alemania	1.8	-0.1	1.1	0.1	1.4	-0.2 ▼	-0.3 ▼
Francia	2.6	0.7	1.3	0.7	1.6	0.0 =	-0.3 ▼
Italia	3.7	0.7	0.8	0.6	0.9	+0.1 ▲	-0.1 ▼
Reino Unido	4.0	-0.3	1.0	-0.6	0.9	+0.3 ▲	+0.1 ▲
Japón	1.1	1.3	1.0	1.8	0.9	-0.5 ▼	+0.1 ▲
Mercados Emergentes	4.0	3.9	4.2	4.0	4.2	-0.1 ▼	0.0 =
China	3.0	5.2	4.5	5.2	4.5	0.0 =	0.0 =
Brasil	2.9	0.9	1.5	1.2	1.5	-0.3 ▼	0.0 =
México	3.1	1.8	1.6	1.7	1.6	+0.1 ▲	0.0 =

Fuente: Banorte con datos del WEO de abril 2023 del FMI

La alta inflación continúa siendo el principal obstáculo para un crecimiento más vigoroso... El FMI ve la inflación global en 7.0% este año, 0.4pp más que la proyección de enero, aunque por debajo del 8.7% en 2022. La desaceleración se explicaría en buena medida por la caída de los precios de las materias primas (energéticos y alimentos), así como el impacto de los aumentos de las tasas de interés. En particular, se espera que las tasas de inflación sean más bajas en aproximadamente el 76% de los países en 2023 que el año pasado, desacelerándose aún más en 2024. Sin embargo, el ritmo de crecimiento de los precios se mantendrá encima de los objetivos de sus respectivos bancos centrales hasta 2025 en la mayoría de los casos. Ante esto, la institución recomendó a las autoridades monetarias continuar subiendo sus tipos de interés pese a la incertidumbre bancaria, que hasta ahora parece controlada. No obstante, están preocupados del posible impacto si las condiciones empeoran significativamente.

Para México, las proyecciones del FMI indican que la inflación continuará fuera del rango objetivo del Banco de México, de 3% +/-1 punto porcentual. El FMI proyectó que los precios al consumidor cerrarán el año en 5.0% (Banorte: 4.8%), y será hasta el 2024 cuando regrese al rango, con una tasa de 3.5%.

...mientras que los riesgos permanecen sesgados a la baja. En un escenario que llama una *'alternativa plausible'*, la inestabilidad financiera permanece contenida pero afecta las condiciones más que en el escenario base, con los bancos reduciendo los préstamos. Eso haría que el crecimiento se desacelerara a 2.5% en 2023 —su ritmo más débil desde 2001—, excluyendo el primer año de la pandemia de COVID-19 en 2020 y la crisis mundial de 2009.

En un escenario a la ‘*baja grave*’, al que asigna una probabilidad de alrededor del 25%, podría haber una interrupción significativa del crédito y el ritmo de la expansión global podría disminuir a menos del 2.0%. Esto último solo ha sucedido en cinco ocasiones desde 1970. Por último, advirtieron de un 15% de probabilidad de que el crecimiento sea solo de 1.0%.

Desaceleración económica sobre todo por las economías avanzadas. El documento estima que la desaceleración respecto al año pasado estaría impulsada sobre todo por las economías avanzadas, especialmente la Eurozona y Reino Unido. En particular, este grupo avanzaría solo 1.3% desde 2.7% en el 2022, con alrededor de 90% de los países mostrando un menor ritmo. En el caso de EE.UU. estiman +1.6%, un ajuste de +0.2pp (Banorte: 0.8%; consenso de *Bloomberg*: 1.0%). Pasando a las economías emergentes y en desarrollo, la tasa de crecimiento sería de 3.9%, apenas 10pb más baja que el año pasado. Sin embargo, el desempeño por región sería más heterogéneo. Asia (5.3% desde 4.4%) y Europa (1.2% desde 0.8%) se acelerarían en el margen, pero Latinoamérica y el Caribe (1.6% de 4.0%) y el Medio Oriente y Asia Central (2.9% de 5.3%) serían más bajos. Para México, el FMI se sumó a las revisiones al alza respecto a la proyección de crecimiento este año. Esto se da tras un cierre del año pasado y un primer trimestre que se perfila con resultados mejores a los esperados. El PIB de México crecería 1.8% este año (Banorte: 1.5%), ligeramente mejor a la última estimación de 1.7%.

En nuestra opinión, la perspectiva de EE.UU. sigue siendo muy optimista...

A pesar de la fortaleza que hasta ahora mantiene el mercado laboral, vemos señales más claras de desaceleración del consumo. Lo más importante parece ser que los servicios, mismos que se habían mantenido muy resilientes, han empezado también a moderarse. Por su parte, en 4T22 vimos un repunte en la inversión en estructuras, aunque la relacionada con el sector residencial muestra caídas muy fuertes. Esperamos que estas últimas se mantengan débiles ante los altos costos de financiamiento, tanto para consumidores como empresas. Todo esto en un contexto donde el Fed mantendrá la tasa de referencia en niveles elevados el resto del año (en contraste con las apuestas del mercado del inicio de un ciclo acomodaticio en el segundo semestre) a pesar de que probablemente estamos cerca del nivel de la tasa terminal, que vemos en un rango de 5.00% a 5.25% para la *Fed funds*.

...mientras que, para la Eurozona, volvió a mejorar el pronóstico de 2023.

El incremento de 0.1pp en la proyección, que la ubica en 0.8%, refleja la resiliencia del 2022, menores precios de energía y anuncios adicionales de apoyo fiscal mediante controles a los precios de energía y transferencias en efectivo. Sin embargo, esto sigue viéndose parcialmente contrarrestado por un ciclo de alza en tasas más agresivo del ECB y el deterioro acumulado de los ingresos reales.

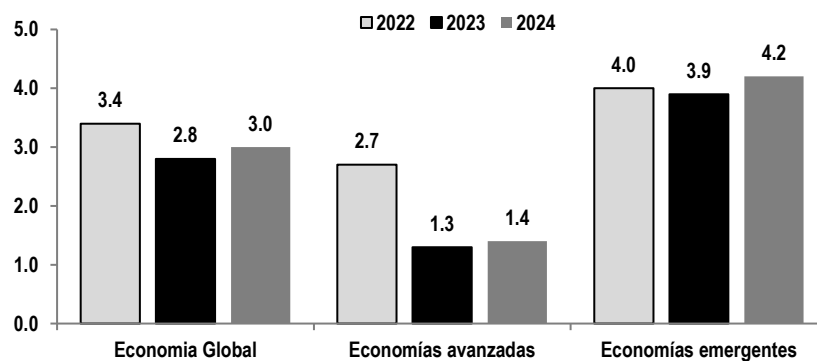
Mercados emergentes resilientes. Mantuvieron el avance de la economía de China en 5.2% para 2023 (consenso de *Bloomberg*: 5.3%) debido a la rápida mejoría en la movilidad tras la reapertura que inició de lleno a finales del año pasado.

Coincidimos con el FMI en que China probablemente será uno de los principales motores de crecimiento económico este año. Este escenario no se veía probable hace sólo unos meses debido a la estrategia de cero-tolerancia al COVID-19. A pesar de la reapertura, la institución recalcó que existe el riesgo de la reapertura se vea amenazada y que las tensiones comerciales con EE.UU. también compliquen un escenario de mayor recuperación.

En Latinoamérica, México destaca por su fortaleza. Toda la región de Latinoamérica y el Caribe se recortó en 20pb respecto a las proyecciones de enero, ubicándose en 1.6%. Esto se explica en buena medida por Brasil, pasando de 1.3% a 0.9% (-30pb). Esto se debe principalmente el gran aumento del consumo público financiado con impuestos, lo que explica la contribución positiva del impulso fiscal, aunque el aumento de la deuda pública también juega un papel relevante. No obstante, para México se observó un incremento de +0.1pp, a 1.8% (Banorte: 1.5%). De acuerdo con el FMI, su mayor exposición comercial a EE.UU. es un factor clave detrás de esta revisión.

Proyecciones de Crecimiento del FMI: abril 2023

% anual



Fuente: Banorte con datos del WEO de abril del FMI

El balance de riesgos sigue inclinado a la baja, con un menor crecimiento y mayor inflación. Ante la coyuntura actual, la incertidumbre financiera tras la quiebra de SVB en EE.UU. se sumó a los factores de riesgos negativos. Además de lo anterior, advierten sobre:

- (1) *Un fuerte endurecimiento de las condiciones financieras globales.* Un ‘shock’ de aversión al riesgo podría tener un impacto dramático en las condiciones crediticias y las finanzas públicas, especialmente en economías de mercados emergentes y en desarrollo.
- (2) *Reapertura de China amenazada.* Dado que China abarca alrededor de una cuarta parte de las exportaciones de Asia y entre el 5% y el 10% de otras regiones geográficas, es probable que la reapertura y el crecimiento de su economía generen efectos indirectos positivos. Sin embargo, podría repuntar un problema sanitario debido a la rápida reapertura de la economía. Asimismo, una profundización de la crisis del sector inmobiliario es una de las mayores vulnerabilidades en curso.

- (3) *Escalamiento de la guerra en Ucrania.* El problema sigue en curso y si ocurre un escalamiento, la mayor afectación se vería en Europa y los países de menores ingresos. Esto se debe al posible incremento en los precios de energía y alimentos.
- (4) *Problemas de deuda.* Los principales riesgos de problemas en la deuda soberana se deben al contexto de mayores costos de endeudamiento y menor crecimiento. De extenderse, inclusive podrían volverse sistémicos.
- (5) *Persistencia de la inflación.* La inflación subyacente podría volverse más persistente de lo previsto, lo que requeriría un ajuste monetario aún mayor para poder controlarla.
- (6) *Fragmentación geopolítica.* Este tema fue tratado con mucho detalle en uno de los capítulos del documento. De acuerdo con el FMI, esta fragmentación conduce a más tensiones comerciales, menos inversión directa y un ritmo más lento de innovación y adopción de tecnología en bloques fragmentados. La fragmentación en bloques geopolíticos podría generar grandes pérdidas de producción.

Por otro lado, entre los riesgos al alza destacaron:

- (1) *Elevados ahorros de las familias.* Con un exceso de ahorro acumulado durante los años de la pandemia y mercados laborales ajustados en varias economías, el consumo de los hogares podría volver a superar las previsiones, aunque complicaría la lucha contra la inflación.
- (2) *Menores presiones en la cadena de suministro.* Tal como se observa en el índice de presiones globales de las cadenas de suministro del Fed de Nueva York, que recientemente disminuyó a niveles considerados como ‘normales’.
- (3) *Enfriamiento del mercado laboral.* Una caída de las vacantes en lugar de un aumento del desempleo podría permitir un aterrizaje más suave de lo esperado y requerir menos ajuste monetario.

Para hacer frente al entorno actual, el FMI recomienda... En primer lugar, la prioridad sigue siendo reducir la inflación y garantizar que las expectativas permanezcan ancladas mientras se contienen las tensiones en los mercados financieros y se minimiza el riesgo de nuevas turbulencias. Además, sugiere:

- (1) *Política monetaria estable, pero preparada.* Ante la persistencia de las presiones inflacionarias en términos del componente subyacente, elevar las tasas reales de interés y mantenerlas por encima de sus niveles ‘neutrales’ evitaría el riesgo de des-anclaje de las expectativas de inflación. Dada la elevada volatilidad de los mercados, los bancos centrales deben estar preparados para abordar los riesgos de liquidez y del sector financiero cuando sea necesario, como se analiza más adelante.

(2) *Comunicación clara.* Dada la mayor incertidumbre sobre los efectos de la política monetaria tanto en la inflación como en la estabilidad financiera, será crucial una comunicación clara sobre los objetivos y las respuestas de la política del banco central.

(3) *Aplicar las lecciones de la flexibilización prematura del pasado.* En particular, se pone como ejemplo la experiencia de EE.UU. a inicios de la década de los 1980s. El Fed relajó las tasas antes de que las presiones sobre los precios hayan disminuido adecuadamente debido al aumento del desempleo, lo que contribuyó a que se consolidaran las expectativas de una inflación alta por mayor tiempo. Por lo tanto, el Fed tuvo que subir las tasas en una ‘segunda ola’ para restablecer su credibilidad, con efectos más negativos para el crecimiento y el empleo.

(4) *Garantizar la estabilidad financiera.* Minimizar los riesgos para la estabilidad financiera requerirá un seguimiento cuidadoso de los riesgos, la gestión de las tensiones del mercado y el fortalecimiento de la supervisión.

(5) *Monitoreo de riesgos.* Monitorear la acumulación de riesgos en todas las industrias y abordar rápidamente las vulnerabilidades que surjan será crucial para restaurar la confianza y salvaguardar la estabilidad financiera.

(6) *Gestionar las tensiones del mercado.* Será necesario implementar herramientas que brinden apoyo de liquidez de manera rápida y contundente, mientras se mitiga el riesgo de riesgo moral con el fin de aliviar las presiones y limitar el contagio.

(7) *Normalización de la política fiscal.* Dado que los déficits y las deudas se mantienen por encima de los niveles antes de la pandemia, los esfuerzos fiscales estarán justificados en 2023. Los responsables de la política fiscal deben respaldar la política monetaria para que la inflación vuelva a la meta.

(8) *Apoyar a los más vulnerables.* El aumento de los precios mundiales de la energía y los alimentos en 2022 desencadenó una crisis del costo de vida, especialmente en países de bajos ingresos, muchos de los cuales todavía sufren de inseguridad alimentaria. A pesar del apoyo fiscal otorgado a los hogares y las empresas en muchas economías europeas, gran parte no fue focalizado.

La economía global ha mostrado cierta resiliencia, aunque se mantienen los riesgos. Creemos que las estimaciones del FMI, en particular para el crecimiento de EE.UU., siguen luciendo algo optimistas. Si bien no esperamos una recesión profunda, si vemos una desaceleración el resto de este año, con una relevante moderación del consumo de los hogares y caídas de la inversión. En otras regiones, coincidimos en que los temas claves seguirán siendo el crecimiento de China, la guerra en Ucrania y evitar un contagio de los problemas del sistema bancario. En el primer caso, las perspectivas han mejorado con fuerza ante la rápida reapertura de la economía. Pero los riesgos de un avance irregular siguen siendo un reto. En el segundo, la guerra en Ucrania se ha extendido y no se ve un final pronto. Esto significa la permanencia de riesgos latentes y de gran importancia, tanto para el crecimiento como para la inflación mundial.

Glosario de términos y anglicismos

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

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

Certificación de los Analistas.

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

Declaraciones relevantes.

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

Remuneración de los Analistas.

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

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

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

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

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

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

Tenencia de valores y otras revelaciones.

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

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

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

Guía para las recomendaciones de inversión.

	Referencia
COMPRA	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 Financiero

Alejandro Padilla Santana	Director General Adjunto de Análisis Económico y Financiero	alejandro.padilla@banorte.com	(55) 1103 - 4043
Raquel Vázquez Godínez	Asistente DGA AEyF	raquel.vazquez@banorte.com	(55) 1670 - 2967
Itzel Martínez Rojas	Gerente	itzel.martinez.rojas@banorte.com	(55) 1670 - 2251
Lourdes Calvo Fernández	Analista (Edición)	lourdes.calvo@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2611
María Fernanda Vargas Santoyo	Analista	maria.vargas.santoyo@banorte.com	(55) 1103 - 4000

Análisis Económico

Juan Carlos Alderete Macal, CFA	Director Ejecutivo de Análisis Económico y Estrategia Financiera de Mercados	juan.alderete.macal@banorte.com	(55) 1103 - 4046
Francisco José Flores Serrano	Director Economía Nacional	francisco.flores.serrano@banorte.com	(55) 1670 - 2957
Katía Celina Goya Ostos	Director Economía Internacional	katia.goya@banorte.com	(55) 1670 - 1821
Yazmín Selene Pérez Enríquez	Subdirector Economía Nacional	yazmin.perez.enriquez@banorte.com	(55) 5268 - 1694
Cintia Gisela Nava Roa	Subdirector Economía Nacional	cintia.nava.roa@banorte.com	(55) 1103 - 4000
Luis Leopoldo López Salinas	Gerente Economía Internacional	luis.lopez.salinas@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2707

Estrategia de Mercados

Manuel Jiménez Zaldivar	Director Estrategia de Mercados	manuel.jimenez@banorte.com	(55) 5268 - 1671
-------------------------	---------------------------------	----------------------------	------------------

Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio

Leslie Thalía Orozco Vélez	Subdirector Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	leslie.orozco.velez@banorte.com	(55) 5268 - 1698
Isaías Rodríguez Sobrino	Gerente Renta Fija, Tipo de Cambio y Commodities	isaias.rodriguez.sobrino@banorte.com	(55) 1670 - 2144

Análisis Bursátil

Marissa Garza Ostos	Director Análisis Bursátil	marissa.garza@banorte.com	(55) 1670 - 1719
José Itzama Espitia Hernández	Subdirector Análisis Bursátil	jose.espitia@banorte.com	(55) 1670 - 2249
Carlos Hernández García	Subdirector Análisis Bursátil	carlos.hernandez.garcia@banorte.com	(55) 1670 - 2250
Víctor Hugo Cortes Castro	Subdirector Análisis Técnico	victorh.cortes@banorte.com	(55) 1670 - 1800
Paola Soto Leal	Gerente Análisis Bursátil	paola.soto.leal@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 1746

Análisis Deuda Corporativa

Hugo Armando Gómez Solís	Subdirector Deuda Corporativa	hugo.gomez@banorte.com	(55) 1670 - 2247
Gerardo Daniel Valle Trujillo	Gerente Deuda Corporativa	gerardo.valle.trujillo@banorte.com	(55) 1670 - 2248

Análisis Cuantitativo

Alejandro Cervantes Llamas	Director Ejecutivo de Análisis Cuantitativo	alejandro.cervantes@banorte.com	(55) 1670 - 2972
José Luis García Casales	Director Análisis Cuantitativo	jose.garcia.casales@banorte.com	(55) 8510 - 4608
Miguel Alejandro Calvo Domínguez	Subdirector Análisis Cuantitativo	miguel.calvo@banorte.com	(55) 1670 - 2220
José De Jesús Ramírez Martínez	Subdirector Análisis Cuantitativo	jose.ramirez.martinez@banorte.com	(55) 1103 - 4000
Daniel Sebastián Sosa Aguilar	Gerente Análisis Cuantitativo	daniel.sosa@banorte.com	(55) 1103 - 4000
Andrea Muñoz Sánchez	Analista Análisis Cuantitativo	andrea.munoz.sanchez@banorte.com	(55) 1103 - 4000

Banca Mayorista

Armando Rodal Espinosa	Director General Banca Mayorista	armando.rodal@banorte.com	(55) 1670 - 1889
Alejandro Aguilar Ceballos	Director General Adjunto de Administración de Activos	alejandro.aguilar.cebillos@banorte.com	(55) 5004 - 1282
Alejandro Eric Faesi Puente	Director General Adjunto de Mercados y Ventas Institucionales	alejandro.faesi@banorte.com	(55) 5268 - 1640
Alejandro Frigolet Vázquez Vela	Director General Adjunto Sólida	alejandro.frigolet.vazquezvela@banorte.com	(55) 5268 - 1656
Arturo Monroy Ballesteros	Director General Adjunto Banca Inversión	arturo.monroy.ballesteros@banorte.com	(55) 5004 - 5140
Carlos Alberto Arciniega Navarro	Director General Adjunto Tesorería	carlos.arciniega@banorte.com	(81) 1103 - 4091
Gerardo Zamora Nanez	Director General Adjunto Banca Transaccional y Arrendadora y Factor	gerardo.zamora@banorte.com	(81) 8173 - 9127
Jorge de la Vega Grajales	Director General Adjunto Gobierno Federal	jorge.delavega@banorte.com	(55) 5004 - 5121
Luis Pietrini Sheridan	Director General Adjunto Banca Patrimonial y Privada	luis.pietrini@banorte.com	(55) 5249 - 6423
Lizza Velarde Torres	Director Ejecutivo Gestión Banca Mayorista	lizza.velarde@banorte.com	(55) 4433 - 4676
Oswaldo Brondo Menchaca	Director General Adjunto Bancas Especializadas	oswaldo.brondo@banorte.com	(55) 5004 - 1423
Raúl Alejandro Arauzo Romero	Director General Adjunto Banca Transaccional	alejandro.arauzo@banorte.com	(55) 5261 - 4910
René Gerardo Pimentel Ibarrola	Director General Adjunto Banca Corporativa e Instituciones Financieras	pimentelr@banorte.com	(55) 5004 - 1051
Ricardo Velázquez Rodríguez	Director General Adjunto Banca Internacional	rvelazquez@banorte.com	(55) 5004 - 5279
Víctor Antonio Roldan Ferrer	Director General Adjunto Banca Empresarial	victor.roldan.ferrer@banorte.com	(55) 1670 - 1899