

Brasil – Lo que hay que saber del COVID-19, crecimiento, situación fiscal y entorno político

17 de junio 2020

www.banorte.com
@ analisis_fundam

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

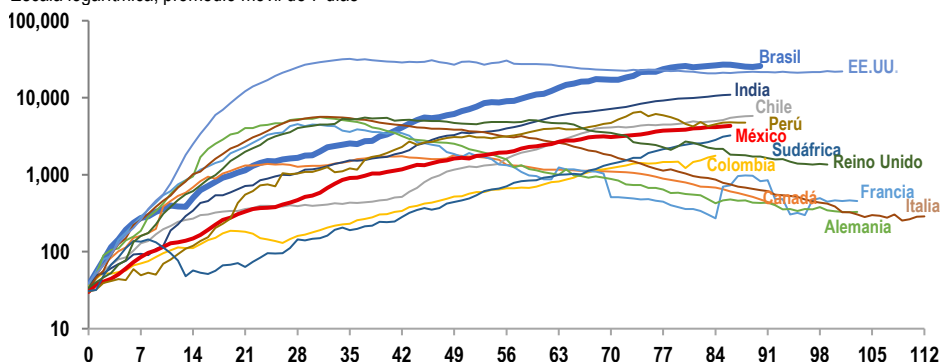
- **Brasil ha alcanzado el segundo lugar en número de casos y muertes por COVID-19 en el mundo**
- **En medio de la pandemia, el país vive una severa crisis política**
- **En este contexto, las agencias calificadoras han destacado los riesgos del complejo entorno político y la delicada situación fiscal**
- **Además de lo anterior, el entorno económico es complejo y estimamos que el PIB caerá más de 6.0% este año**
- **Por su parte, la inflación ha seguido con una clara tenencia a la baja, permitiendo un relajamiento acelerado de la política monetaria**
- **En este entorno, el Copom recortó hoy la tasa de referencia *Selic* nuevamente en 75pb, ubicándola en 2.25%, nivel donde esperamos que la mantenga lo que resta del año**
- **La delicada situación que vive el país se ha reflejado en presiones en los mercados financieros**
- **Consideramos que, la situación en Brasil es mucho más compleja que la de otros países en la región**

Brasil ha alcanzado el segundo lugar en número de casos y muertes por COVID-19 en el mundo. Al 17 de junio, de un total de 8,268,421 casos en el mundo, 923,189 están reportados en Brasil, mientras que en lo que se refiere a los fallecimientos, el país tiene 45,241 de un total de 445,566. Ambos representan cerca del 10% global, ubicándolo como el país con mayores retos por este tema en Latinoamérica. En este contexto, la región se ha convertido en el centro de la pandemia, con 35% de los nuevos casos diarios recientemente y cerca de 20% de los casos totales en el mundo. En fallecimientos, las cifras muestran alrededor de 45% del total en los últimos días y 17% en toda la pandemia. Esta situación se vuelve aún más relevante tomando en cuenta que la población de la región representa sólo el 8.4% del total mundial. Cabe resaltar también que la mayoría de los países de la región no han alcanzado el pico de contagios, a pesar de las medidas de contención implementadas desde marzo (ver gráficas abajo), por lo que se encuentran rezagados respecto a lo que hemos visto en EE.UU. y Europa. Por su parte, en términos de la estrategia de reapertura se ha observado una diferenciación entre países, con Brasil y México empezando a reabrir sus economías a pesar de no haber alcanzado el pico, mientras que Chile y Perú mantienen la cuarentena. Es en este entorno tan complicado que las estimaciones de los analistas anticipan que el PIB de Latinoamérica se contraiga alrededor del 8% en el 2020 y repunte a cerca de 4.0% en 2021.

Documento destinado al público en general

Casos diarios confirmados de COVID-19*

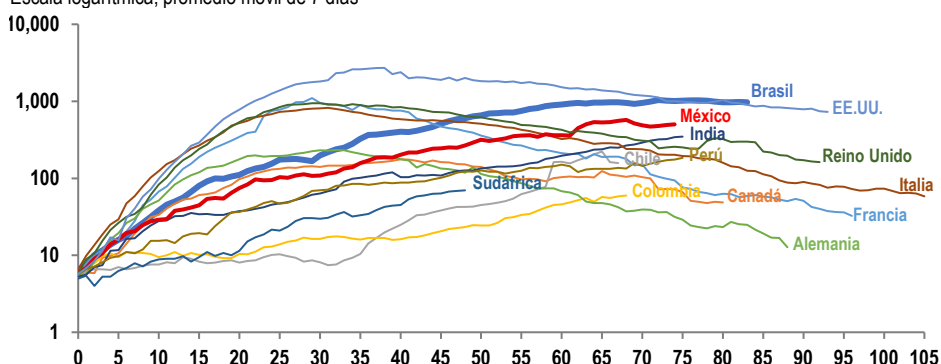
Escala logarítmica, promedio móvil de 7 días



*Nota: El día cero inicia a partir de que el promedio móvil alcanza 30 casos confirmados por día
Fuente: Our World in Data con datos del CDC de Europa

Fallecimientos diarios confirmados por COVID-19*

Escala logarítmica, promedio móvil de 7 días



*Nota: El día cero inicia a partir de que los primeros 5 fallecimientos fueron reportados
Fuente: Our World in Data con datos del CDC de Europa

Como ya se mencionó, a pesar de que en Brasil no se ha llegado al pico en el número de contagios, se han empezado a tomar ya algunas medidas para ir reabriendo la economía en fases. Si bien el uso de tapabocas es obligatorio y se han incrementado las medidas de higiene, hay creciente preocupación de que el relajamiento de las medidas de contención incremente aún más el número de contagios. Sao Paulo es el principal foco de la pandemia en el país, seguido de Rio de Janeiro.

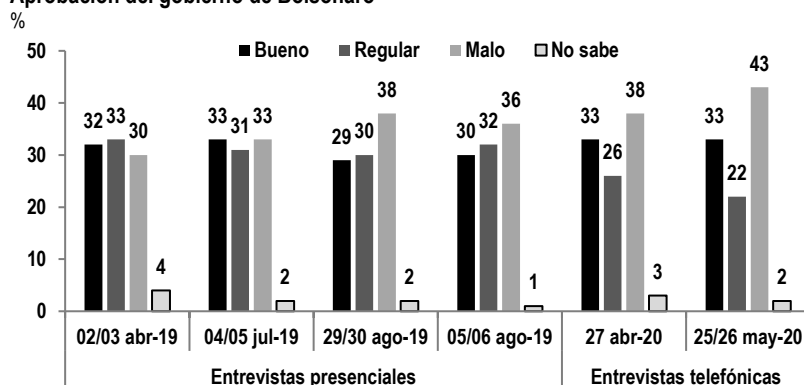
En medio de la pandemia, Brasil vive una severa crisis política. Actualmente se vive una crisis en el país entre el Poder Ejecutivo y el Poder Judicial. Cabe recordar que hace un mes se dio la salida de Sergio Moro, quien ocupaba el cargo de Secretario de Justicia y era el miembro más popular del gabinete de Bolsonaro. Moro acusó al presidente de presionarlo para que lo apoyará en despedir injustificadamente al encargado de la policía federal. Tras estas acusaciones, la Suprema Corte ordenó una investigación, lo que se sumó a otro proceso ya avanzado contra allegados del presidente por dar a conocer información falsa. Mientras que, en el Congreso hay numerosas peticiones de legisladores que exigen el *impeachment* del presidente. En los últimos días, la Suprema Corte ordenó la detención de seis militantes de movimientos radicales que apoyan a Bolsonaro, acusados de haber liderado manifestaciones antidemocráticas. En dichas manifestaciones, los militantes defendieron el cierre del Congreso y de la Suprema Corte, argumentando a favor de una intervención militar.

Al complejo entorno político se suma la renuncia del secretario del Tesoro, Mansueto Almeida, quien había estado en el gobierno desde el 2016. Quizás la parte más delicada de su renuncia es que Almeida es uno de los expertos fiscales del país y ha estado destacando la necesidad de un ajuste fiscal profundo. Su salida es una fuerte pérdida para el equipo económico de Bolsonaro, aunque el ministro de economía Guedes seguirá siendo la pieza clave en el equipo económico del presidente. El nuevo secretario del Tesoro será Bruno Funchal, quien previamente fue secretario de finanzas y la transición será suave, ya que Almeida ha dicho que se quedará hasta finales de julio para facilitar el proceso.

En lo relacionado con el coronavirus, el gobierno de Bolsonaro cambió la metodología para cuantificar los casos de COVID-19, lo que desató una ola de protestas. Los reclamos destacan que se está ocultando el verdadero número de casos y muertes. Después de que Brasil alcanzó un récord de 1,473 muertes por COVID-19 en un día, la base de datos en la página web de la Secretaria de Salud se bajó. Unas horas después volvió a aparecer, pero sólo con la información del día previo de casos y muertes. Ante el descontento que esto generó, se reanudó la publicación de datos históricos, pero utilizando una nueva metodología. Lo anterior, un poco antes de que la Suprema Corte dictaminara que la Secretaria de Salud debía volver a publicar los datos dados a conocer previamente. En este contexto, funcionarios estatales y los principales medios de comunicación se han movilizado para publicar sus propios datos.

Todo lo anterior ha llevado a fuertes caídas en la aprobación del presidente. De acuerdo con *Datafolha*, aquellos que desapruban a Bolsonaro pasaron de 38% en abril a 43% en mayo, alcanzando un máximo histórico. Sin embargo, cabe destacar que, a pesar de este aumento en el porcentaje de desaprobación, el 33% aún considera que su gobierno es bueno o excelente, prácticamente sin variaciones desde abril del 2019. De manera tal que, como se observa en la gráfica abajo, los que cambiaron de opinión fueron principalmente aquellos que consideraban que su desempeño era regular. Las próximas elecciones serán el 4 de octubre para puestos municipales y consideramos que servirán como un buen termómetro de la situación política, con las próximas elecciones presidenciales hasta octubre del 2022.

Aprobación del gobierno de Bolsonaro



Fuente: Datafolha

En este contexto, las agencias calificadoras han destacado los riesgos del complejo entorno político y la delicada situación fiscal. De acuerdo con un reciente documento de *Moody's Investors Service*, que tiene a Brasil con una calificación de 'Ba2' con perspectiva 'estable', la incertidumbre política en Brasil podría llevar a una recesión más profunda. Destacaron que los eventos políticos podrían introducir riesgos al perfil de crédito por su posible efecto en la agenda de reformas. Por ejemplo, si la dinámica entre el gobierno y el Congreso se deteriora a tal punto que no permite realizar los cambios constitucionales que se requieren para cumplir con el techo de gasto.

Moody's Investors Service espera una contracción del PIB de Brasil este año de al menos 5.2%, estimando un déficit fiscal superior al 10% y la deuda del gobierno como porcentaje del PIB en alrededor de 90%, desde niveles inferiores a 76% en el 2019. Destacaron que un periodo largo de medidas de distanciamiento y de cierre de la economía puede provocar una contracción más profunda de la que tienen proyectada, con implicaciones negativas para las cuentas fiscales y la deuda. En cuanto a los riesgos para la calificación crediticia, la agencia destacó: (1) No poder implementar la agenda de reformas; (2) que el aumento del gasto este año se vuelva permanente; (3) los riesgos fiscales pueden exacerbarse por una contracción económica más prolongada; y (4) los disturbios sociales.

Cabe recordar que, en marzo el Congreso aprobó la declaración de “estado de calamidad pública” solicitada por el presidente Bolsonaro, que autoriza al Ejecutivo no cumplir con las metas fiscales según determina la Ley de Responsabilidad Fiscal, con el objetivo de permitir los gastos necesarios para hacer frente a los efectos de la pandemia.

Por su parte, en abril *S&P Global Ratings* cambió la perspectiva de la calificación de la deuda soberana de Brasil, en 'BB-', de 'positiva' a 'estable'. Lo anterior, debido a: (1) El impacto que esperan del COVID-19 sobre la situación económica y fiscal; y (2) que consideran que habrá un progreso más lento de lo que anticipaban en el proceso legislativo que se requiere para reducir las vulnerabilidades fiscales estructurales y elevar las perspectivas de crecimiento del PIB en el mediano plazo. Más tarde, a principios de junio, explicaron que el paquete fiscal aprobado por el gobierno el 27 de mayo ayudará a aminorar las presiones fiscales de corto plazo, pero no necesariamente resolverá el problema de sustentabilidad de largo plazo. El paquete fue aprobado debido a que el impacto del COVID-19 y la desaceleración económica han afectado de manera importante la recaudación de impuestos de los gobiernos estatales y locales y han aumentado las presiones sobre el gasto. Por su parte, la agencia destacó que una mayor incertidumbre sobre el balance entre ingresos y gastos, un relajamiento prolongado de la Ley de Responsabilidad Fiscal y un proceso más largo y complicado de lo anticipado en la renegociación de la deuda, pueden deteriorar el panorama.

Calificación de la deuda soberana de Brasil

	Fitch Ratings	S&P Global	Moody's
Perspectiva	Negativa	Estable	Estable
Calificación	BB-	BB-	Ba2
Fecha	23-feb-18	11-ene-18	24-feb-16

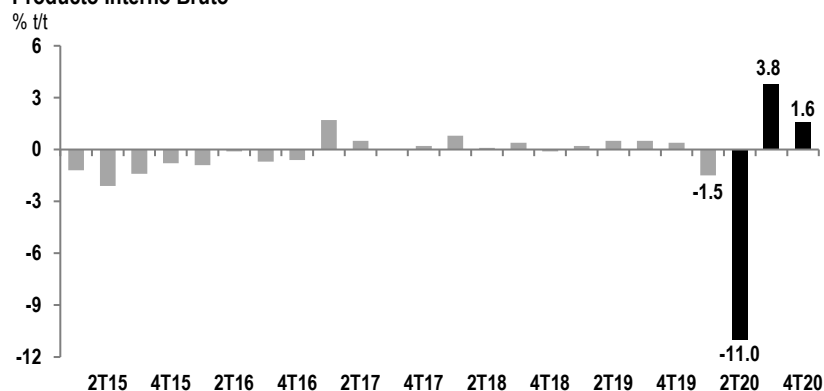
Fuente: Banorte con datos de Fitch Ratings, S&P y Moody's

Además de la crisis política, el entorno económico es complejo. Después de una contracción promedio de -0.6% en los últimos cinco años tras de la recesión de 2015-2016, las estimaciones de los analistas ubican la caída del PIB este año en al menos 6.5%. En 1T20 la actividad económica mostró una contracción de 1.5% t/t y una caída de 0.3% a/a. Esto se debió a que: (1) El consumo se contrajo 2.0% t/t y 0.7% a/a; (2) la inversión subió 3.1% t/t y 4.3% a/a y finalmente, (3) la contribución de las exportaciones netas fue negativa, con las exportaciones cayendo 0.9% t/t y 2.2% a/a, mientras que las importaciones subieron 2.8% t/t y 5.1% a/a.

En nuestra opinión, la debilidad de la demanda y la fuerte deprecación del real sugieren la posibilidad de que empecemos a ver una contribución positiva de las exportaciones netas. Sin embargo, las pérdidas de empleo probablemente mantendrán el pobre desempeño del consumo, mientras que la incertidumbre, la debilidad económica y las tensiones políticas apuntan a que continuarán las caídas en la inversión al menos hasta el 3T20.

Similar a la dinámica temporal de otros países del continente, la mayor caída de la actividad económica probablemente será en abril, con los indicadores del mes apuntando a una caída de 10% m/m en el indicador de actividad económica (-15% a/a) desde -5.9% m/m en marzo. En específico, las ventas al menudeo cayeron 16.8% m/m en el cuarto mes del año. En este escenario, el consenso anticipa una contracción del PIB de 11.0% t/t en 2T20 y una recuperación de 3.8% en 3T20 (ver gráfica abajo). De acuerdo con la encuesta que levanta el banco central, la economía de Brasil caerá 6.5% este año y crecerá 3.5% en el 2021. Por su parte, el Banco Mundial estima una contracción de 8.0% en 2020.

Producto Interno Bruto

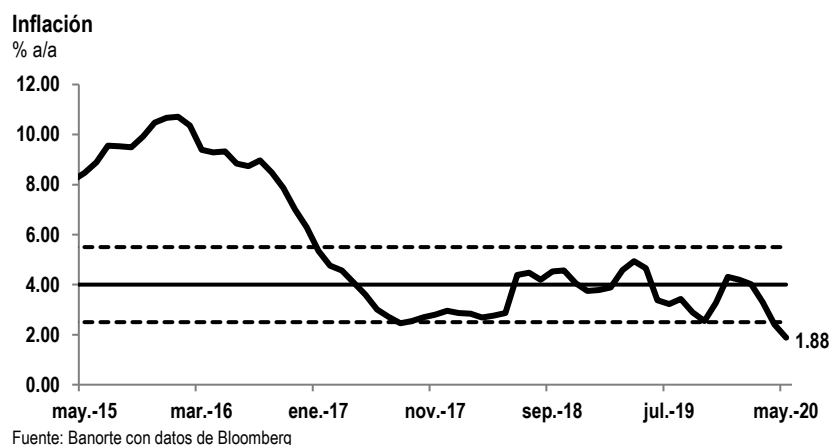


Fuente: Banorte con datos de Bloomberg

En este contexto, el mercado laboral se ha deteriorado. En mayo se registraron 960,258 nuevas solicitudes de seguro por desempleo, lo que significa una variación de 53% a/a. Desde que comenzó la pandemia y se implementaron las medidas de contención en la segunda quincena de marzo, las solicitudes totales han sumado 1.9 millones, un incremento de 26% respecto al mismo periodo del año anterior.

En general consideramos que, los riesgos para el crecimiento de Brasil se centran en: (1) Las medidas de contención para frenar la propagación del COVID-19; (2) la delicada situación política; (3) la recesión global; (4) una nueva ola de contagios en China, que es uno de sus principales socios comerciales; (5) menores precios de *commodities*; (6) condiciones financieras externas más apretadas; y (7) desbalances financieros ante la fuerte depreciación del real.

En este escenario, la inflación ha seguido una clara tendencia a la baja. En mayo, se registró el segundo mes consecutivo de deflación, lo que ubicó la inflación anual en 1.88%, su menor nivel en 20 años y por debajo del límite inferior del objetivo del banco central para este año, de 4% +/-1.5pp, ubicándose como una de las inflaciones más bajas de la región (ver gráfica abajo).



Los precios con las mayores fluctuaciones en los últimos meses han sido los relacionados con gasolina y alimentos, mientras que los precios regulados han apoyado la baja en la inflación. En específico, en el quinto mes del año, los costos de transporte cayeron 1.9% m/m, debido a la caída tanto en los costos de la gasolina como en los boletos de avión. Si bien existe un riesgo de que la inflación repunte ante la fuerte depreciación del real, consideramos que la debilidad de la demanda limita el *pass-through* a la inflación. Esperamos que esta se mantenga muy por abajo del objetivo del banco central este año, debido a que los principales efectos del COVID-19 son deflacionarios. De acuerdo con la encuesta que levanta el banco central, la expectativa es que la inflación cierre en 1.6% este año y en 3.1% a finales del 2021 (objetivo de 3.75% +/- 1.5pp).

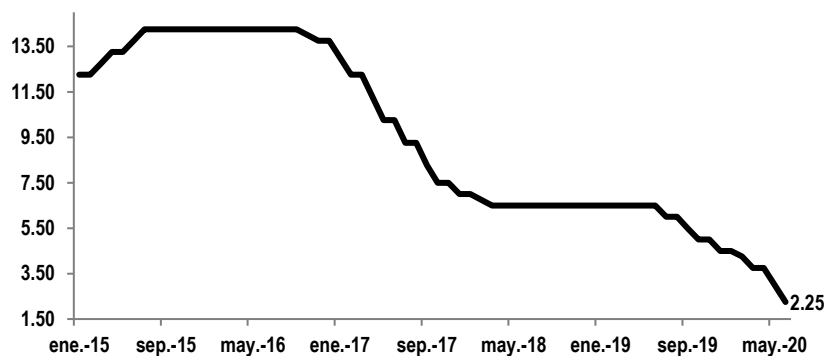
Los bajos niveles de inflación y la debilidad económica han dado espacio a fuertes recortes en la tasa de referencia *Selic*. Hoy, el banco central recortó la tasa de referencia en 75pb a 2.25%, acumulando un recorte de 225pb en lo que va del año. En el comunicado que acompañó la decisión, destacaron que consideran que los riesgos están balanceados. Por un lado, la holgura en la economía puede seguir generando una trayectoria de la inflación por debajo de lo esperado. Por el otro lado, las respuestas de política fiscal para hacer frente a la pandemia que afecten la trayectoria fiscal de forma permanente pueden incrementar los riesgos. Asimismo, explicaron que los programas que se han implementado para combatir la pandemia podrían evitar una mayor caída de la demanda agregada, introduciendo una asimetría al balance de riesgos, lo que podría traducirse en una trayectoria de la inflación por arriba de lo estimado.

El *Copom* explicó que considera que la situación actual requiere de un inusual y elevado estímulo monetario, pero reconocen que el espacio para mayor estímulo en este frente es incierto y debe ser pequeño. Consideran que la trayectoria fiscal durante el próximo año, así como la percepción de que tan sostenible es, serán cruciales para determinar la extensión del estímulo.

En cuanto a futuras acciones, el banco central explicó que la magnitud del estímulo monetario que ya se ha implementado parece compatible con el impacto económico del COVID-19 y que para las siguientes reuniones consideran adecuado evaluar el efecto de la pandemia, previendo que cualquier ajuste monetario adicional sería residual.

Tras esta decisión, esperamos que el *Copom* mantenga la tasa de referencia sin cambios por lo que resta del año en 2.25%. Por su parte, no vimos señales en el comunicado de que estén pensando implementar un programa de compra de activos, a pesar de que el banco central solicitó hace unas semanas la autorización del Congreso para comprar bonos públicos y privados. En este tema, el presidente del banco central, Roberto Campos Neto, ha explicado que consideran que todavía tienen espacio con las políticas tradicionales. Destacó que si se empiezan a usar medidas no convencionales antes de agotar las herramientas tradicionales se genera ruido que resta credibilidad al banco central. También afirmó que las medidas de *QE* están previstas para lograr estabilidad en el mercado y no como una forma alternativa de política monetaria.

Tasa Selic
%

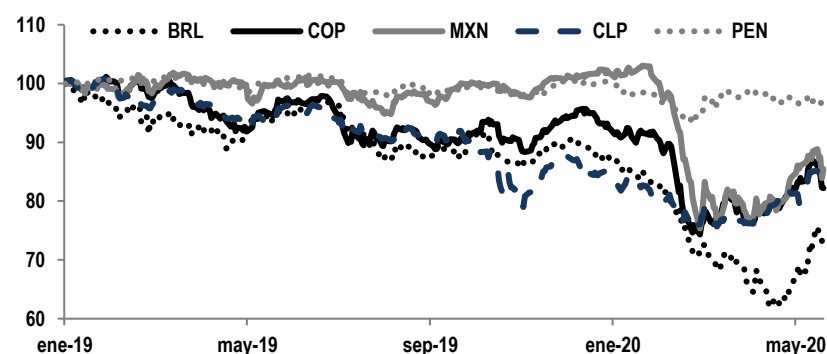


Fuente: Banorte con datos del Banco Central de Brasil

La delicada situación del país se ha reflejado en presiones en los mercados financieros. Como se muestra en la gráfica abajo, el real brasileño ha sido de las monedas de Latinoamérica que más han caído, con una deprecación en lo que va del año de alrededor de 23%. Consideramos que esto se debe en buena medida a las menores tasas de interés, con un recorte acumulado durante 2020 de la tasa de referencia de 225pb. De acuerdo con la encuesta del *BCB* (para cambiarle), el real cerrará el año en 5.20 dólares por real, muy cerca del nivel actual de 5.23.

Desempeño de divisas emergentes seleccionadas

Índice: 100=31/12/2019, Movimientos al alza= apreciación



Fuente: Banorte con datos de Bloomberg

Cabe destacar sin embargo que, si bien la tasa *Selic* ha tenido un fuerte ajuste a la baja en lo que va del año, la tasa real se mantiene positiva, a diferencia de otros países de Latinoamérica como Chile, Colombia y Perú (ver tabla abajo). Por su parte, el mercado accionario también ha resentido el complejo entorno en Brasil y ha mostrado un fuerte ajuste este año.

Divisas seleccionadas

País	Desempeño de la divisa	Calificación S&P	Tasa de referencia		Tasa real
	%, YTD		%	Δ en 2020 (pb)	%
Brasil	-22.91	BB-	2.25	-225	0.36
Sudáfrica	-18.54	BB-	3.75	-275	-0.34
México	-15.20	BBB	5.50	-175	2.59
Turquía	-13.07	B+	8.25	-375	-2.82
Colombia	-12.58	BBB-	2.75	-150	-0.10
Rusia	-11.11	BBB-	5.50	-75	2.43
Chile	-5.66	A+	0.50	-125	-2.19
Perú	-5.30	BBB+	0.25	-200	-1.50
Corea del Sur	-4.76	AA	0.50	-75	0.80
Malasia	-4.48	A-	2.00	-100	5.05
Polonia	-4.44	A-	0.10	-140	-2.72
República Checa	-4.02	AA-	0.25	-175	-2.58

Fuente: Banorte con datos de Bloomberg

En conclusión, consideramos que la situación en Brasil es mucho más compleja que la de otros países en la región. Si bien todos los países en el mundo están resintiendo el impacto económico del COVID-19 y las medidas de contención, Brasil además enfrenta una crisis política. En específico si hacemos una comparación con otros países de la región, destacamos que:

- (1) Brasil se ha colocado en segundo lugar tan sólo debajo de EE.UU. en número de contagios y muertes. Mientras que, otros países de Latinoamérica se ubican en lugares altos, pero por debajo de Brasil. Perú se sitúa en octavo lugar, seguido de Chile en el lugar doce; y finalmente México en la treceava posición.

- (2) Por su parte, su situación fiscal luce como la más delicada. De acuerdo con algunas correduías, la razón de deuda a PIB en Brasil será cercana al 95% en el 2020, mientras que, en el caso de México de acuerdo con la SHCP, subirá a niveles cercanos al 52%. En tanto, estos estimados se ubican en alrededor del 70% en el caso de Colombia, y cerca de 38% en el caso de Perú.
- (3) Asimismo, la situación política parece en estos momentos una de las más frágiles. Dado que en el caso del Brasil el proceso de *impeachment* ha sido frecuente, a diferencia de otros países de la región, no se puede descartar un cambio de presidente antes de las próximas elecciones presidenciales del 2022, lo que profundizaría la crisis política.

Derivado de todo lo anterior, los mercados en Brasil han presentado movimientos más agresivos que en otros países de Latinoamérica. En contraste, y del lado positivo, cabe mencionar que la contracción esperada de la actividad económica en Brasil este año no es la más profunda de la región. La agresiva baja en tasas por parte del banco central y las medidas de estímulo fiscal se espera que tengan un efecto favorable. En general, las caídas esperadas por parte de los analistas en el PIB de estos países rondan el 8.0%, muy cerca de la expectativa para Brasil, con excepción de Chile donde se espera una contracción menor al 5.0% y Colombia donde se estima una baja de alrededor del 6.0%.

Estimamos una contracción del PIB de Brasil de 7.5% este año, en un entorno de inflación muy baja, cercana al 1.5%, mientras que esperamos que el *Copom* mantenga sin cambios la tasa de referencia *Selic* en lo que resta del año. En este frente, sin embargo, consideramos que la conducción de la política fiscal será clave en las próximas decisiones del banco central ya que han mencionado que este es uno de los principales riesgos para observar una inflación por arriba de lo estimado. En general, parece que los gastos dirigidos a reducir el impacto de la pandemia aumentarán ya que el gobierno se prepara para expandir varios de los beneficios durante dos meses más. En este contexto, será clave que se mantengan los límites al gasto (*spending caps*), lo que llevará a ajustes fiscales una vez finalizada la pandemia.

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 Thalia 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.roltan.ferrer@banorte.com	(55) 1670 - 1899