

## FOMC – Tras alza de diciembre esperamos dos alzas más de 25pb en 2019

19 de diciembre 2018

www.banorte.com  
@analisis\_fundam

### Delia Paredes

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

### Katia Goya

Economista Senior, Global  
katia.goya@banorte.com

### Estrategia de Renta fija y tipo de cambio

### Alejandro Padilla

Director de Estrategia  
Renta Fija y Tipo de Cambio  
alejandro.padilla@banorte.com

### Santiago Leal

Subdirector de Estrategia  
Tipo de Cambio  
santiago.leal@banorte.com

### Leslie Orozco

Gerente de Estrategia  
Renta Fija y Tipo de Cambio  
leslie.orozco.velez@banorte.com

- El FOMC acaba de publicar su decisión de incrementar el rango de los *Fed funds* en 25pb de 2%-2.25% a 2.25%-2.5%
- En nuestra opinión, el tono del comunicado fue muy parecido al anterior excepto por la decisión de subir tasas y destacamos dos cambios relevantes en el comunicado:
  - (1) Si bien en las minutas se había discutido la posibilidad de quitar la frase de que “*más alzas adicionales de tasa*” serán consistentes con la perspectiva, mantuvieron, aunque matizando, que “*algunas alzas adicionales*” serán consistentes;
  - (2) Si bien reafirmaron que los riesgos están balanceados, agregaron que seguirán monitoreando, en particular, la economía global y el desarrollo financiero para evaluar las implicaciones para las perspectivas económicas
- El marco macroeconómico muestra una reducción en sus estimados de crecimiento económico e inflación para éste y el próximo año
- El *dot plot* ahora sólo incorpora dos alzas en la tasa de referencia en el 2019, por debajo de la actualización previa que incorporaba tres
- Esperamos ahora que el Fed incremente la tasa de referencia en dos ocasiones de 25pb en 2019 (de tres de 25pb previamente)
- *Dovish* hike del Fed y condiciones actuales del mercado sugieren un mayor aplanamiento de la curva norteamericana; en México mantenemos recomendaciones en instrumentos a tasa revisable y compra de USD en bajas de cara a Banxico mañana

**Incremento ampliamente esperado.** El FOMC acaba de publicar su decisión de política monetaria en la que decidió incrementar en 25pb el rango de los *Fed funds* de 2%-2.25% a 2.25%-2.5%. En nuestra opinión, el tono del comunicado fue muy parecido al anterior, excepto por la decisión de subir tasas, y destacamos dos cambios relevantes en el comunicado. En primer lugar, si bien en las minutas se había discutido la posibilidad de quitar la frase de que “*más alzas adicionales de tasa*” serán consistentes con la perspectiva y que en lugar de esto habría algún lenguaje que apuntará a que serán cada vez más dependientes de los datos, mantuvieron la frase, aunque matizando, que solamente “*algunas alzas adicionales*” serán consistentes. Consideramos que este cambio no necesariamente implica un tono más *dovish*, sino que probablemente representa un lenguaje de transición hacia lo anteriormente mencionado en términos de la dependencia de los datos, discusión que probablemente veremos en las minutas de la reunión. Adicionalmente, si bien reafirmaron que los riesgos están balanceados, agregaron que seguirán monitoreando, en particular, la economía global y el desarrollo financiero para evaluar las implicaciones para las perspectivas económicas.

Documento destinado al público en general

**Sin cambios relevantes en términos de la evaluación de las condiciones económica vs. la reunión de noviembre.** El FOMC consideró que el mercado laboral ha seguido fortaleciéndose y que la actividad económica avanza a un paso fuerte. Destacaron también que el consumo personal sigue creciendo fuertemente, mientras que la inversión fija se ha moderado respecto al rápido ritmo que mostró a inicios del año. En términos de inflación comentaron que la inflación se mantiene cerca de 2% mientras que las expectativas de inflación casi no han cambiado.

**Powell resaltó que la política monetaria no sigue un curso predeterminado.** En conferencia de prensa, el presidente del Fed, Jerome Powell dijo que la política monetaria no sigue una trayectoria predeterminada y que sus decisiones estarán guiadas por los datos que se vayan publicando. Asimismo, explicó que la mayoría de los miembros del Comité esperan un buen desempeño de la economía en el 2019. Destacó que una menor trayectoria de las tasas en el *dot plot* debe apoyar a la economía y dijo que las condiciones financieras se han apretado y que la volatilidad de los mercados financieros se ha incrementado, Por su parte, destacó que la inflación a finales del año ha sido más baja de lo esperado, mientras que los salarios han subido para una gran cantidad de empleos. Destacó que la tendencia de la inflación permite al Fed ser paciente hacia adelante.

**En total, el Fed cumplió con las cuatro alzas contempladas para 2018 de acuerdo con lo indicado por el *dot plot* de diciembre de 2017.** Después de haber llevado la tasa de referencia a niveles mínimos en un rango de 0.0%-0.25% en el 2008, el Fed inicio un ciclo de normalización de la política monetaria en diciembre de 2015 a un ritmo muy pausado. En dicha reunión se subió el rango de la tasa de referencia a 0.25% a 0.50%, manteniéndola ahí por un año entero y subiéndola hasta diciembre de 2016 a un rango de 0.50%-0.75%. Si bien cuando se inició el ciclo de alza en tasas, todo apuntaba a incrementos trimestrales, en promedio, para llegar a una tasa de largo plazo de 3.5% a finales de 2018, la difícil coyuntura por la que se atravesaba en esos momentos no permitió un ritmo tan acelerado de alza en tasas. Sin embargo, a partir del 2017 la dinámica cambió y el ciclo de normalización se aceleró. Cabe recordar, sin embargo, que una de las razones más importantes atrás de las alzas vistas en el rango de la tasa de *Fed Funds* durante el 2017 tuvo que ver con las propuestas de la nueva administración a cargo de Donald Trump en lo relacionado con la reforma fiscal y el impacto sobre la inflación y el crecimiento. Ante esta coyuntura, el Fed aprovechó tres de las cuatro reuniones del FOMC, conocidas como reuniones “vivas” (aquellas que vienen acompañadas de conferencia de prensa por parte del presidente del Fed y actualización del marco macroeconómico) para incrementar el rango de la tasa en 25pb, con lo que dicho rango finalizó el 2017 en 1.25%-1.50%. Finalmente, durante el 2018, el Fed también subió la tasa aprovechando cada reunión “viva” desde enero hasta la fecha.

**Cambios a la baja para los estimados de 2018-2019.** La tendencia central para el crecimiento en 2018 y 2019 se ajustó de 3.1% a 3% y de 2.5% a 2.3%, respectivamente, mientras que se espera una inflación de 1.9% para estos dos años, por debajo del estimado anterior de 2.1% y 2%, respectivamente. El resto de los estimados se mantuvo prácticamente sin cambios, como se observa en la siguiente tabla.

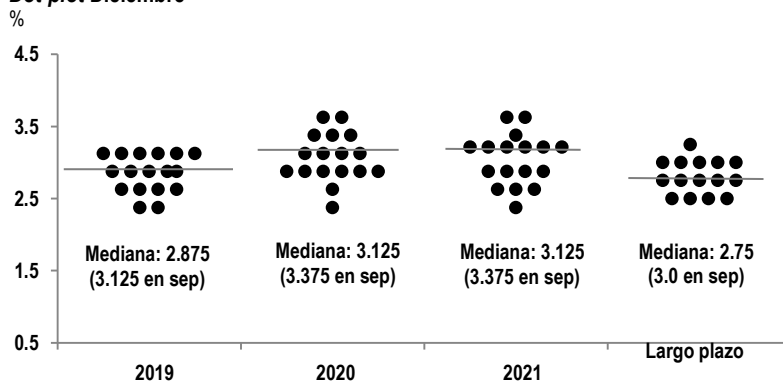
**Estimados macroeconómicos - Dic 2018**

Variable	2018	2019	2020	2021	Largo plazo
PIB	3.0 - 3.1	2.0 - 2.7	1.5 - 2.2	1.4 - 2.1	1.7 - 2.2
Septiembre	2.9 - 3.2	2.1 - 2.8	1.7 - 2.4	1.5 - 2.1	1.7 - 2.1
Desempleo	3.7	3.4 - 4.0	3.4 - 4.3	3.4 - 4.2	4.0 - 4.6
Septiembre	3.7 - 3.8	3.4 - 3.8	3.3 - 4.0	3.4 - 4.2	4.0 - 4.6
Inflación PCE	1.8 - 1.9	1.8 - 2.2	2.0 - 2.2	2.0 - 2.3	2.0
Septiembre	1.9 - 2.2	2.0 - 2.3	2.0 - 2.2	2.0 - 2.3	2.0
Inflación subyacente PCE	1.8 - 1.9	1.9 - 2.2	2.0 - 2.2	2.0 - 2.3	
Septiembre	1.9 - 2.0	2.0 - 2.3	2.0 - 2.2	2.0 - 2.3	

Fuente: Reserva Federal

**Tasa de largo plazo se reduce a 2.75%.** El estimado de cada uno de los miembros del Fed sobre el nivel apropiado de tasa de los *Fed funds* hacia delante cobra especial relevancia en un contexto en el que las decisiones estarán cada vez más atadas al desempeño de las condiciones económicas. En este contexto, a medida que la tasa se acerca a la llamada *tasa neutral* o  $r^*$ , las percepciones de cada uno de los miembros votantes del FOMC podrían cambiar. De acuerdo al *dot plot* publicado el día de hoy, la divergencia de estimados entre los miembros del Fed se acotó ligeramente (2.5%-3%). De tal forma que, con un alza adicional de 25pb, la tasa de los *Fed funds* se ubicará ya dentro del rango de estimados de  $r^*$  mientras que, con dos más, estaríamos ya ligeramente por encima nivel considerado como neutral por la mediana de estimados (2.75%). Asimismo, cabe mencionar que, si bien el número de alzas implícitas en los *dots* para 2019 se redujo de 3 a 2, todavía existen 6 miembros que ven tres alzas de tasas de 25pb cada una vs. 5 que ven solamente dos. Para 2020 y 2021, el consenso se mantiene en un alza más del nivel esperado en 2019, mientras que el nivel de largo plazo implicaría un recorte de tasas. En general, la conclusión que sacamos de este gráfico es que ningún miembro del Fed ve ya más de tres alzas de tasas en el ciclo de normalización de la política monetaria.

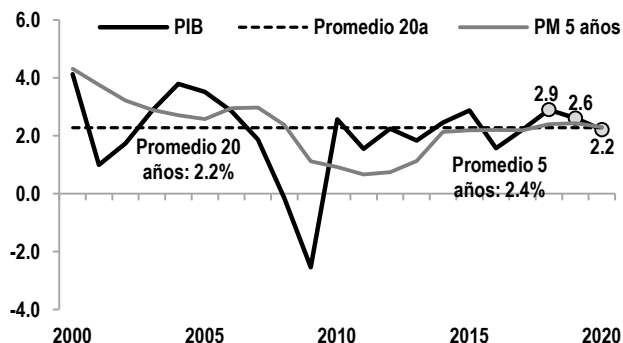
**Dot-plot Diciembre**



Fuente: Reserva Federal

**En nuestra opinión, las condiciones económicas siguen justificando alzas graduales en la tasa...** Durante el tercer trimestre del año, la economía estadounidense se expandió 3.5% a tasa trimestral anualizada, explicado por el consumo personal que creció 3.6% contribuyendo con 2.5 puntos porcentuales al crecimiento del PIB durante el período en cuestión. Para el cuarto trimestre esperamos una moderación en el ritmo de expansión a niveles de 2.6% trimestral anualizado. Para 2019, consideramos que la actividad económica seguirá creciendo por encima de potencial en 1S19 para moderarse ligeramente en la segunda mitad, promediando un crecimiento de 2.6%, el cual está todavía por encima tanto de la tasa observada en los últimos cinco años, como de la tasa de crecimiento de largo plazo, como se observa en la gráfica de abajo a la izquierda. En lo que respecta a la inflación, si bien el deflactor subyacente del gasto de consumo -medida preferida por el Fed para medir las presiones inflacionarias-, se ha moderado a finales de 2018, con la tasa anual en 1.8%, consideramos que, hacia delante las presiones que empiezan a ser más fuertes en términos de los salarios harán que repunte ubicándose en niveles alrededor del objetivo del 2%, lo que eventualmente le podría dar algo de espacio al Fed para decidir si continúa con el incremento o no de los *Fed funds*, en ausencia de otros choques. Lo anterior teniendo en cuenta que las presiones sobre los salarios suelen adelantar la inflación, como se muestra en la gráfica de abajo a la derecha.

**Estimados de crecimiento del PIB 2018-2020**  
% anual



Fuente: Banorte con datos del BEA

**Deflactor subyacente del PCE y salarios**  
% anual



Fuente: Banorte con datos del BEA y BLS

**...Por lo que esperamos ahora dos alzas de 25pb en 2019.** Esto contrasta con nuestro anterior estimado de que el Fed incrementaría en tres ocasiones la tasa de referencia el año que entra. En nuestra opinión, si bien las condiciones macroeconómicas siguen siendo apropiadas para continuar la normalización de la política monetaria, el Fed será muy cauteloso a la hora de subir las tasas considerando: (1) Los riesgos al escenario que, si bien siguen siendo caracterizados como “balanceados”, el Fed ha destinado un tiempo importante en sus discusiones, sobre todo en cuestiones geopolíticas como es el caso de las tensiones comerciales entre EE.UU. y China, así como la posibilidad de un *Brexit* sin acuerdo; (2) la divergencia de opiniones entre los miembros del Fed sobre la tasa neutral y la necesidad de restringir las condiciones monetarias.

Consideramos que las dos alzas vendrán en la primera mitad de año, en reuniones con actualización de las proyecciones macroeconómicas, ya que, a partir del año próximo, todas las reuniones contarán con rueda de prensa por parte del Presidente del Fed, Jerome Powell, en contraste con lo que sucedía hasta ahora en la que una vez al trimestre comparecía ante la prensa. En la segunda mitad del año, el Fed evaluará las perspectivas de la economía para decidir si aumenta en 25pb la tasa.

**Un FOMC en el 2019 con un sesgo muy similar al del 2018.** Creemos que el sesgo diferiría principalmente en caso de que los miembros del Consejo cambien su postura. Además de los miembros del Consejo y del presidente del Fed de Nueva York, en 2019, los presidentes de los bancos de la Reserva Federal que tendrán voto serán los siguientes: (1) Charles Evans, del Fed de Chicago; (2) Eric Rosengren del Fed de Boston; (3) Esther L. George del Fed de Kansas City; y (4) James Bullard del Fed de St.Louis.

### Sesgo de los miembros del Fed en 2019



Fuente: Reserva Federal y Banorte

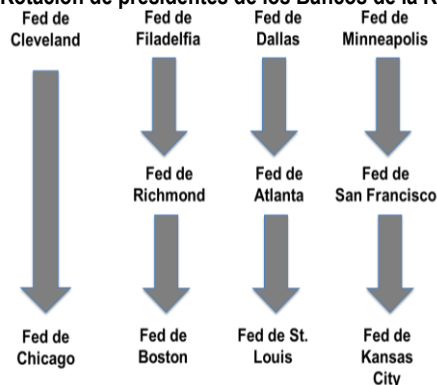
**Composición del Fed.** Cabe recordar que el FOMC es el órgano colegiado encargado de tomar las decisiones de política monetaria en Estados Unidos. La composición del FOMC incluye a siete miembros del consejo en Washington, el presidente del Banco de la Reserva Federal de Nueva York y cuatro presidentes de otros bancos regionales de la Reserva Federal, que van rotando cada año. Cabe destacar que independientemente de si tienen derecho a voto en un año determinado, todos los bancos que componen el Sistema de la Reserva Federal atienden las reuniones del FOMC, participan en la discusión y contribuyen con sus puntos de vista sobre la evaluación de la economía y las opciones de política monetaria.

**FOMC 2018.** El Consejo del FOMC contó con 5 miembros que son: (1) Jerome Powell, quien preside el FOMC; (2) Richard H. Clarida; (3) Michelle W. Bowman; (4) Lael Brainard; y (5) Randal K. Quarles. A esto hay que añadir el voto permanente de John Williams, del Fed de Nueva York, así como los presidentes de los bancos regionales que han tomado decisiones este año que son: (1) Thomas I. Barkin del Fed de Richmond; (2) Raphael W. Bostic, del Fed de Atlanta; (3) Mary C. Daly, del Fed de San Francisco; y (4) Loretta Mester del Fed de Cleveland. Este año, las decisiones de elevar el rango de la tasa de se tomaron de manera unánime.

**¿Cómo rotan los Presidentes de los Bancos de Reserva Federal Regionales?**

El Fed de Nueva York es miembro permanente del Consejo del Fed. El presidente del Fed de Cleveland normalmente alterna derecho a voto con el presidente del Fed de Chicago. Por su parte, el Fed de Filadelfia, alterna voto con el Fed de Richmond y de Boston mientras que el Fed de Dallas hace lo propio con el Fed de Atlanta y el Fed de St. Louis. Finalmente, el Fed de Minneapolis alterna votos con el Fed de San Francisco y el Fed de Kansas City, como se observa en el gráfico abajo.

**Rotación de presidentes de los Bancos de la Reserva Federal**



Fuente: Reserva Federal

**Sesgo de los diferentes miembros del FOMC basado en sus recientes intervenciones.** Si bien el comunicado de política monetaria revela el sentido del voto de cada uno de sus miembros, las minutas no especifican la opinión de cada uno de los participantes en el Comité. En este contexto, cobran relevancia las intervenciones que hacen los miembros del Fed en diferentes foros, de los que se puede deducir su postura o sesgo.

**Jerome Powell, presidente del Fed** –Powell ha mostrado un tono más *dovish* en sus recientes intervenciones, Powell explicó que los riesgos que ve para la economía en el 2019: (1) Una desaceleración de la demanda externa; (2) menor impulso fiscal en EE.UU; (3) y el impacto rezagado del ciclo de alza en tasas que ha venido implementando el Fed. En otra intervención, Powell volvió a mostrarse más *dovish* al decir que la tasa de interés está sólo ligeramente por abajo del nivel neutral mientras que antes había mencionado que todavía había un largo camino para el nivel neutral. Sus comentarios levantaron polémica en cuanto al número de veces que el banco central elevará la tasa de *Fed Funds* el próximo año.

**Richard L. Clarida, vicepresidente de Fed-** En sus últimas intervenciones ha mostrado un tono relativamente *dovish*. Dijo que considera que donde está ahorita la economía y su proyección para la misma, hace sentido con llegar a un nivel neutral de la tasa de interés. También destacó que el Fed debe tomar en cuenta que la economía global se está desacelerando. Finalmente en su última intervención dijo que él está más preocupado de que la inflación se quede por abajo del objetivo de 2% a que lo supere.

**John C. Williams, miembro del consejo del FOMC-** En su reciente participación se mostró optimista sobre las perspectivas para la economía de Estados Unidos, mostrando un tono más bien *hawkish* y reafirmó que considera que se necesitan más alzas en la tasa de interés a un ritmo gradual y no se mostró preocupado por el hecho de que los mercados están inclinándose a que el ciclo de alza en el 2019 será menos agresivo de lo que habían pensado. Dijo que el Fed está bien posicionado para reaccionar para lo que sea que haga la economía hacia adelante. De acuerdo con Williams, hay un 50 por ciento de probabilidad de que la economía se acelere, la inflación suba un poco más de lo que esperan (pero explicó que no está preocupado de que las presiones inflacionarias aumenten) y él cree que están bien posicionados para ajustarse a ese escenario, pero también dijo que están bien posicionados por si la economía decepciona. Dijo que espera que los efectos de la reforma fiscal permanezcan hasta el 2019 y que vea a la inflación subiendo un poco por encima del objetivo. Por su parte, espera que la tasa de desempleo se ubique ligeramente por abajo del 3.5% por el próximo año. Finalmente, destacó la importancia de la comunicación del Fed y dijo que deben reconsiderar que tanto “*forward guidance*” están dando en los comunicados.

**Lael Brainard, miembro del consejo del FOMC** – En sus últimas intervenciones se ha concentrado principalmente en los temas de regulación y banca.

**Michelle W. Bowman, miembro del consejo del FOMC-** Apenas asumió el cargo de miembro del consejo hace unos días.

**Randal K Quarles, miembro del consejo del FOMC-** Ha destacado que la fortaleza del crecimiento económico y del mercado laboral puede continuar por algún tiempo. En su reciente intervención dijo que el presidente del Fed, Jerome Powell, caracterizó adecuadamente las tasas de interés como acercándose al rango de los estimados de los miembros del Fed de la llamada tasa neutral. Explicó que el Fed está siguiendo una estrategia y seguirá esta trayectoria hasta que haya una razón significativa para cambiar y dijo que los mercados están claros de lo que el banco central intenta hacer. Quarles ha sido electo para sustituir al gobernador del Banco de Inglaterra como líder del Consejo de Estabilidad Financiera. Ocupará este puesto por tres años, al mismo tiempo que desempeña su cargo como miembro del Consejo del Fed.

**Charles Evans, del Fed de Chicago** – En sus últimas intervenciones dijo que no le molestaría que la inflación subiera no muy arriba pero si a 2.5%. Y destacó que no sabe cuál es el nivel neutral. Evans espera que el crecimiento del 2019 sea por arriba de la tendencia pero por abajo del 2018. Sus comentarios respecto a la inflación se muestran algo *dovish*.

**Eric Rosengren, del Fed de Boston-** En sus recientes intervenciones ha mostrado un tono *hawkish* diciendo que la política del Fed muy probablemente tendrá que mover la tasa de interés gradualmente de un punto medianamente acomodaticio a uno medianamente restrictivo.

**James Bullard, del Fed de St.Louis-** Mostró un tono *dovish* en su última intervención. Explicó que posibles *cracks* en la recuperación de la economía están empezando a definir el debate del banco central sobre en qué punto del ciclo de alza en tasas se encuentra el Fed. Explicó que no tiene ninguna razón para dudar de que la economía se va a desacelerar en el 2019 y 2020 y que será mucho más difícil para el Fed continuar subiendo las tasas a este ritmo con una economía desacelerándose respecto a donde ha estado.

**Esther L. George, del Fed de Kansas City-** Con pocas intervenciones recientemente, George dijo a principios de octubre que el panorama apunta a que continuarán las alzas graduales en la tasa de referencia, aunque el ritmo y la magnitud siguen siendo el tema principal que se delibera en el Comité. Por su parte, en su última intervención Esther George dijo que el Fed está tratando de calibrar la política monetaria con la capacidad de la economía.

*De nuestro equipo de estrategia de renta fija y tipo de cambio*

***Dovish hike del Fed y condiciones actuales del mercado sugieren un mayor aplanamiento de la curva norteamericana; en México mantenemos recomendaciones en instrumentos a tasa revisable y compra de USD en bajas de cara a Banxico mañana.*** La Reserva Federal incrementó en 25pb la tasa de los *Fed funds*, en línea con la expectativa del mercado, el cual mostraba una probabilidad implícita de 69% sobre este escenario. Esta decisión tuvo un gran debate entre inversionistas en las últimas semanas ante los comentarios del Presidente Trump, las últimas intervenciones de los miembros del *FOMC*, así como la corrección de los mercados en el trimestre. Los futuros de tasa descuentan únicamente 14pb de incrementos implícitos acumulados en 2019, reconociendo que tanto el comunicado, *dot-plots*, proyecciones económicas y conferencia de prensa de Jerome Powell mostraron un sesgo *dovish*, aludiendo a una mayor gradualidad en el proceso de normalización de condiciones monetarias en 2019. Esta situación tiene implicaciones importantes en un contexto en el cual la curva de rendimientos norteamericana se ha aplanado de manera significativa en el año. La pendiente 2/5 años se encuentra invertida (-1pb) actualmente, de +32pb observados a inicios de año.

Por otra parte, la pendiente 2/10 ha pasado en lo que va de 2018 de +52pb a +13pb, con una tasa *forward* de 2 años en 2.65% que todavía sugiere espacio de ajuste al alza hacia la mediana de 3.125% observada en los *dot-plots* de hoy en 2020 o a la expectativa de  $r^*$  alrededor de 3%. Las condiciones actuales sugieren que la curva podría invertirse en el segmento de 2 vs 10 años en el 1T19 incrementando el debate sobre el momento en que la economía podría enfrentar recesión (627 días después de acuerdo a la evidencia histórica, es decir fin de 2020 o inicios de 2021). En México, la reacción de la curva fue limitada, con un mercado local que extiende las ganancias de los últimos días en una magnitud de 5pb en instrumentos de corta y mediana duración y de 10pb en aquellos de más largo plazo. El mercado mantiene una elevada probabilidad implícita de un alza de 25pb en la tasa de referencia de Banxico en la decisión de mañana, con 42pb acumulados en un horizonte a 6 meses. Como resultado mantenemos nuestra idea de inversión en instrumentos a tasa revisable. En el mercado cambiario, el dólar ha mostrado un comportamiento mixto frente a divisas del G10 y emergentes, aunque se mantiene una expectativa de un dólar que podría operar más fuerte hacia delante. El peso registró una depreciación de 0.3%, operando en USD/MXN 20.14 al momento de esta publicación, después de intentar en varias ocasiones el rompimiento de la barrera psicológica de los 20.00 por cada dólar. Mantenemos nuestro rango de operación estimado de corto plazo de 19.90 a 20.60, así como nuestra recomendación de compra de dólares en bajas, reconociendo buenos niveles de entrada en los intentos de rompimiento de los USD/MXN 20.00.

## Certificación de los Analistas.

Nosotros, Gabriel Casillas Olvera, Delia María Paredes Mier, Alejandro Padilla Santana, Manuel Jiménez Zaldívar, Tania Abdul Massih Jacobo, Katia Celina Goya Ostos, Juan Carlos Alderete Macal, Marissa Garza Ostos, Víctor Hugo Cortes Castro, José Itzamna Espitia Hernández, Hugo Armando Gómez Solís, Miguel Alejandro Calvo Domínguez, Valentín III Mendoza Balderas, Santiago Leal Singer, Francisco José Flores Serrano, Gerardo Daniel Valle Trujillo, Francisco Duarte Alcocer, Jorge Antonio Izquierdo Lobato y Leslie Thalía Orozco Vélez, certificamos que los puntos de vista que se expresan en este documento son reflejo fiel de nuestra opinión personal sobre la(s) compañía(s) o empresa(s) objeto de este reporte, de sus afiliadas y/o de los valores que ha emitido. Asimismo declaramos que no hemos recibido, 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.

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

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
Katia Celina Goya Ostos	Subdirector Economía Internacional	katia.goya@banorte.com	(55) 1670 - 1821
Juan Carlos Alderete Macal, CFA	Subdirector Economía Nacional	juan.alderete.macal@banorte.com	(55) 1103 - 4046
Miguel Alejandro Calvo Domínguez	Gerente Economía Regional	miguel.calvo@banorte.com	(55) 1670 - 2220
Francisco José Flores Serrano	Gerente Economía Nacional	francisco.flores.serrano@banorte.com	(55) 1670 - 2957
Lourdes Calvo Fernández	Analista (Edición)	lourdes.calvo@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2611

**Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio**

Alejandro Padilla Santana	Director Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	alejandro.padilla@banorte.com	(55) 1103 - 4043
Santiago Leal Singer	Subdirector Estrategia de Tipo de Cambio	santiago.leal@banorte.com	(55) 1670 - 2144
Leslie Thalía Orozco Vélez	Gerente Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	leslie.orozco.velez@banorte.com	(55) 5268 - 1698

**Análisis Bursátil**

Manuel Jiménez Zaldivar	Director Análisis Bursátil	manuel.jimenez@banorte.com	(55) 5268 - 1671
Víctor Hugo Cortes Castro	Análisis Técnico	victorh.cortes@banorte.com	(55) 1670 - 1800
Marissa Garza Ostos	Conglomerados / Financiero / Minería / Químico	marissa.garza@banorte.com	(55) 1670 - 1719
José Itzamna Espitia Hernández	Aerolíneas / Aeropuertos / Cemento / Fibras / Infraestructura	jose.espitia@banorte.com	(55) 1670 - 2249
Valentín III Mendoza Balderas	Autopartes / Bienes Raíces / Comerciales / Consumo Discrecional	valentin.mendoza@banorte.com	(55) 1670 - 2250
Francisco Duarte Alcocer	Analista	francisco.duarte.alcocer@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2707
Jorge Antonio Izquierdo Lobato	Analista	jorge.izquierdo.lobato@banorte.com	(55) 1670 - 1746
Itzel Martínez Rojas	Analista	itzel.martinez.rojas@banorte.com	(55) 1670 - 2251

**Análisis Deuda Corporativa**

Tania Abdul Massih Jacobo	Directora Deuda Corporativa	tania.abdul@banorte.com	(55) 5268 - 1672
Hugo Armando Gómez Solís	Subdirector Deuda Corporativa	hugoa.gomez@banorte.com	(55) 1670 - 2247
Gerardo Daniel Valle Trujillo	Analista Deuda Corporativa	gerardo.valle.trujillo@banorte.com	(55) 1670 - 2248

**Banca Mayorista**

Armando Rodal Espinosa	Director General Banca Mayorista	armando.rodal@banorte.com	(81) 8319 - 6895
Alejandro Eric Faesi Puente	Director General Adjunto de Mercados y Ventas Institucionales	alejandro.faesi@banorte.com	(55) 5268 - 1640
Alejandro Aguilar Ceballos	Director General Adjunto de Administración de Activos	alejandro.aguilar.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 Velázquez Rodríguez	Director General Adjunto Banca Internacional	rvelazquez@banorte.com	(55) 5004 - 5279
Víctor Antonio Roldan Ferrer	Director General Adjunto Banca Empresarial	victor.rolan.ferrer@banorte.com	(55) 5004 - 1454