

La semana en cifras

La inflación caería a 2.1% a/a en abril ante baja de la no subyacente

- Minutas de Banxico (abril).** En nuestra opinión, el enfoque estará en varios temas, incluyendo: (1) Las opiniones sobre el PIB, recordando la frase de que: “...estimaciones iniciales sugieren que el PIB en el primer semestre de 2020 podría llegar a representar una reducción mayor a 5% respecto del mismo periodo del año previo...”; (2) discusiones sobre la inflación, que sigue muy incierta a pesar de fuertes bajas en el corto plazo; y (3) los acontecimientos de mercado que podrían afectar la política económica, incluyendo recortes de calificación del soberano y Pemex. Además, estaremos atentos a comentarios sobre las diez medidas anunciadas en dicha reunión para promover el funcionamiento ordenado de los mercados, fortalecer el crédito y proveer liquidez. Consideramos que estas fueron incluso más importantes que el recorte de la tasa. Creemos que el tono seguirá *dovish* aunque prudente, asegurando que mayores medidas podrían ser anunciadas de ser necesario.
- Inflación (abril).** Estimamos la inflación general en -1.03% m/m y la subyacente en 0.34%. Con esto, los precios sumarían dos meses consecutivos de caídas, derivado de una fuerte caída de 5.2% m/m del componente no subyacente. En este último, esperamos una extensión a la baja en energéticos, sobretodo gasolinas. Por otro lado, anticipamos una reversión parcial en bienes agropecuarios, con presiones relevantes en frutas y verduras. En el componente subyacente, esperamos alzas sobre todo en bienes, mientras que servicios mostrarían pocos cambios. En el primer caso, las presiones estarían concentradas en alimentos procesados, al menos en parte por el efecto de la depreciación del peso. Con esto, la inflación anual se ubicaría en 2.13% desde 3.25% el mes previo, mínimo desde diciembre de 2015 y muy cerca del límite inferior del rango de variabilidad alrededor del objetivo de Banxico, en 2%

30 de abril 2020

www.banorte.com
@analisis_fundam

Juan Carlos Alderete, CFA

Director, Análisis Económico
juan.alderete.mactal@banorte.com

Francisco Flores

Subdirector, Economía Nacional
francisco.flores.serrano@banorte.com

Ganadores del premio a los mejores pronosticadores económicos de México en 2019, otorgado por *Refinitiv*



**STARMINE AWARDS
FOR REUTERS POLLS
FROM REFINITIV**

Documento destinado al público en general

Calendario de eventos económicos

FECHA	HORA	INDICADOR	PERIODO	UNIDAD	BANORTE	CONSENSO	PREVIO
lun. 4-may.	9:00am	Remesas familiares	Marzo	US\$ millones	<u>2,861.4</u>	--	2,694.2
lun. 4-may.	9:00am	Encuesta de Expectativas Banxico	Abril				
lun. 4-may.	12:00am	IMEF	Abril				
		Manufacturero		índice	<u>38.7</u>	--	45.0
		No Manufacturero		índice	<u>31.3</u>	--	39.4
mar. 5-may.	9:00am	Minutas de Banxico	Abril				
mar. 5-may.	9:00am	Reservas internacionales	1-may.	US\$ miles millones	--	--	186.1
mar. 5-may.	3:30pm	Encuesta quincenal de expectativas (Citibanamex)					
jue. 7-may.	6:00am	Inflación general	Abril	% m/m	<u>-1.03</u>	--	-0.05
				% a/a	<u>2.13</u>	--	3.25
		Subyacente		% m/m	<u>0.34</u>	--	0.29
				% a/a	<u>3.48</u>	--	3.60
vie. 8-may.		Negociaciones al salario contractual	Abril	%	--	--	
vie. 8-may.	6:00am	Inversión fija bruta	Febrero	% a/a	<u>-8.7</u>	--	-8.8
		desestacionalizada		% m/m	<u>-1.7</u>	--	1.7
		Maquinaria y equipo total		% a/a	<u>-9.0</u>	--	-11.2
		Nacional		% a/a	<u>-5.1</u>	--	-7.9
		Importado		% a/a	<u>-11.5</u>	--	-13.0
		Construcción		% a/a	<u>-8.5</u>	--	-7.1

Fuente: Banorte; Bloomberg

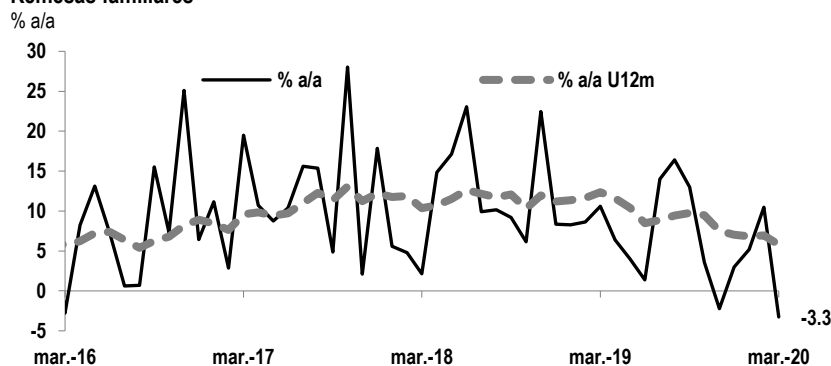
Procediendo en orden cronológico...

LUNES– Remesas familiares (marzo): Banorte: US\$2,861.4 millones; anterior: US\$2,694.2 millones. Esta cifra implicaría una caída de 3.3% a/a tras avanzar 10.5% el mes previo. En este sentido, sería su mayor baja desde mediados de 2013. En nuestra opinión, varios sucesos se dieron en el periodo que impactarán a los flujos. El más relevante tiene que ver con las condiciones de empleo de los migrantes mexicanos en EE.UU., mismas que estuvieron impactadas por la suspensión de actividades por el COVID-19. En este sentido, los migrantes ‘no naturalizados’, que son los que creemos que más remesas envían, mostraron una caída de 299,839 puestos de trabajo en el mes, con la tasa anual alcanzando -15%, la más baja en nuestra base de datos (que inicia en 2005). Dentro de este grupo, pero entre los ‘naturalizados’, se observó una caída neta de empleos por segunda ocasión consecutiva (-36,179 plazas en el mes), con la tasa anual cayendo 6.5%. En contraste, los ‘nativos’ cayeron más moderadamente, con el total de empleos moderándose a 5.8% desde 7.9% en febrero, también eliminando plazas en la comparación mensual.

Adicionalmente, creemos que el acuerdo entre México y EE.UU. para restringir los cruces terrestres a través de la frontera también podrían haber impactado la dinámica de las remesas. Estas iniciaron el 21 de marzo y continúan vigentes. A pesar de que no aplican a actividades esenciales, tales como trabajadores temporales del sector agropecuario, creemos que de igual manera generaron una afectación. En este sentido, hacia mediados de mes EE.UU. limitó nuevas aplicaciones del programa H2A de trabajadores temporales en México para contener el contagio del virus. Esto se compone por el hecho de que marzo y abril son estacionalmente altos para este tipo de aplicaciones. Finalmente, el peso mexicano se depreció con fuerza frente al dólar (18.8% m/m), pasando de 19.78 al cierre de febrero a 23.48 por dólar. A pesar de que hemos argumentado antes que una depreciación de la moneda podría inducir mayores envíos de los migrantes ya que su valor en pesos aumenta, creemos que esto será un factor marginal en esta ocasión.

Hacia delante, esperamos una caída importante en las remesas en los próximos meses, estimando una contracción de alrededor de 20% en todo 2020. En este sentido, la caída sería ligeramente mayor al -15% registrado en 2020, tras la crisis financiera. Lo anterior estaría influenciado por condiciones laborales ya débiles en EE.UU. para los migrantes incluso antes del impacto de la pandemia, en particular para los migrantes ‘no naturalizados’, además de nuestra expectativa de que el PIB de dicho país se contraerá 6.1% este año, incluso más que en la última crisis.

Remesas familiares



Fuente: Banxico

LUNES – Encuesta de expectativas de Banxico (marzo). Como es usual, la atención estará en los pronósticos de inflación, crecimiento, tasa de referencia y tipo de cambio. En el primero, la mediana de estimados para el cierre de 2020 se ubica en 3.64%, debajo de nuestro 3.20%. Esperamos que las expectativas de mediano y largo plazo no presenten cambios, manteniéndose arriba del objetivo. Sobre el PIB, la expectativa para 2020 es de -3.5%. Sin embargo, ante la extensión del choque del COVID-19 no descartamos revisiones adicionales a la baja, acercándose a nuestro estimado de -7.8%. En cuanto a la tasa de referencia, el pronóstico actual es que cierre el año en 5.50%, el cual también sería recortado con fuerza al tomar en cuenta la coyuntura (Banorte: 4.75%). Finalmente, el estimado del tipo de cambio al final de 2020 está en USD/MXN 21.95, también con probabilidades de un ligero ajuste hacia un peso más débil (Banorte: 22.00).

LUNES – Indicadores IMEF (abril); Manufacturero – Banorte: 38.7pts, previo: 45.0pts; No manufacturero – Banorte: 31.3pts, previo: 39.4pts. Estimamos una extensión de las fuertes caídas en ambos indicadores, recordando que la “Fase 2” por la pandemia se declaró el 24 de marzo, lo que resultó en medidas más estrictas de distanciamiento social. Mientras tanto, el paro de operaciones de negocios no esenciales se formalizó el 30 de marzo, cuando se declaró la “emergencia por causas de fuerza mayor”.

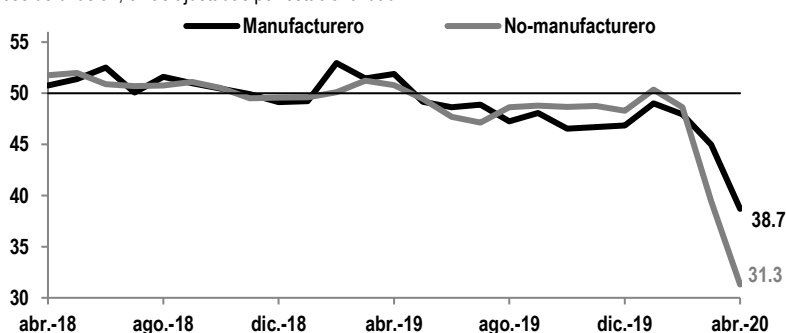
En este contexto, esperamos el indicador manufacturero en un nuevo mínimo histórico de 38.7pts, superando su nivel más bajo de 42.9pts en noviembre de 2008, en medio de la crisis financiera. Cabe recordar que las disrupciones a la industria ya se venían observando desde febrero y marzo. No obstante, se exacerbaban tras la declaratoria de emergencia en nuestro país y en EE.UU. En este último, el PMI manufacturero cayó a 36.9pts en abril desde 48.5pts en marzo, con la mayor contracción para este indicador en el componente de producción y nuevas órdenes cayendo a su ritmo más acelerado desde principios de 2009. Las órdenes tanto domésticas como del extranjero fueron pospuestas, aludiendo a un fuerte impacto también en México debido a la integración de las cadenas de suministro. Otros indicadores regionales apuntan en el mismo sentido, con los índices *Empire* y *Philly* mostrando también contracciones históricas. Si bien la baja en nuestro país probablemente también será de una magnitud muy considerable, advertimos que algunas industrias importantes siguen operando, tales como la de alimentos.

Sin embargo, creemos que la confusión y falta de homologación con EE.UU. respecto a las empresas consideradas como esenciales probablemente resulten en una mayor contracción en el componente de producción ante problemas de abasto, incluso si los demás también registran bajas generalizadas.

En el no manufacturero anticipamos 31.3pts, deteriorándose más a pesar de la fuerte disminución de marzo a un nuevo mínimo de 39.4pts. Si bien algunos indicadores recientes fueron positivos, tales como la inflación anual y la tasa de desempleo de marzo, creemos que la dinámica será similar a la de otros países. En este sentido, el mayor impacto ha sido en servicios debido a las medidas de distanciamiento. Adicionalmente, destacamos que, en mayo de 2009, cuando fue el momento más álgido del brote de A(H1N1) en nuestro país y también se restringieron algunas actividades a la vida pública, el indicador registró una baja importante de -1.4pts, ubicándose en 44.5pts. En nuestra opinión, la magnitud y alcance de la pandemia en esta ocasión es mucho mayor en términos relativos, por lo que anticipamos un impacto más fuerte. Del lado contrario, es importante mencionar que en marzo el indicador ya había presentado una caída muy significativa. Por lo tanto, no es posible descartar un alza en términos absolutos. Esto se debería en buena medida al diseño de las preguntas de la encuesta, donde si está más alto en términos absolutos (pero aún debajo de 50pts) alude a que el deterioro se extendió, aunque en una menor magnitud respecto al mes previo.

Indicadores del IMEF

Índices de difusión, cifras ajustadas por estacionalidad



Fuente: IMEF

MARTES – Reservas internacionales (1 de mayo); anterior: US\$186,128 millones. La semana pasada, las reservas aumentaron en US\$185 millones, explicado por: (1) La venta de US\$100 millones de Pemex al banco central; y (2) una mayor valuación de los activos de Banxico por US\$85 millones. Con ello, las reservas registraron un saldo de US\$186,128 millones, con un avance de US\$5,251 millones en lo que va del 2020 (ver tabla).

Reservas internacionales

Millones de dólares

	2019	24-abr.-20	24-abr.-20	Acumulado en el año
	Saldos		Flujos	
Reserva Internacional (B)-(C)	180,877	186,128	185	5,251
(B) Reserva Bruta	183,028	190,217	168	7,189
Pemex	--	--	450	2,134
Gobierno Federal	--	--	-148	1,349
Operaciones de mercado	--	--	0	0
Otros	--	--	-135	3,706
(C) Pasivos a menos de 6 meses	2,151	4,089	-18	1,938

Fuente: Banco de México

MARTES – Minutas Banxico. El banco central publicará las minutas de su decisión fuera de calendario del 21 de abril, en la cual recortó la tasa de referencia en 50pb a 6.00%, con un voto unánime. En nuestra opinión, el enfoque estará en varios temas, incluyendo: (1) Las opiniones de la Junta de Gobierno sobre el PIB, recordando que, sobre la actividad doméstica, el comunicado incluyó la frase de que: “...estimaciones iniciales sugieren que el PIB en el primer semestre de 2020 podría llegar a representar una reducción mayor a 5% respecto del mismo periodo del año previo...”; (2) las discusiones sobre la inflación, que sigue caracterizada como muy incierta a pesar de fuertes bajas en el corto plazo; y (3) los recientes acontecimientos de mercado que podrían afectar la política económica, incluyendo recortes de calificación del soberano y Pemex, además de la volatilidad en los mercados financieros.

Además de esto, estaremos pendientes a comentarios sobre las diez medidas anunciadas en dicha reunión para promover el funcionamiento ordenado de los mercados, fortalecer los canales de otorgamiento de crédito y proveer liquidez al sistema financiero. Consideramos que estas fueron incluso más importantes que el recorte de la tasa, que ya estaba muy descontado y ante medidas fiscales que han sido limitadas. Creemos que el tono seguirá siendo *dovish* aunque prudente, asegurando que mayores medidas podrían ser anunciadas de ser necesario.

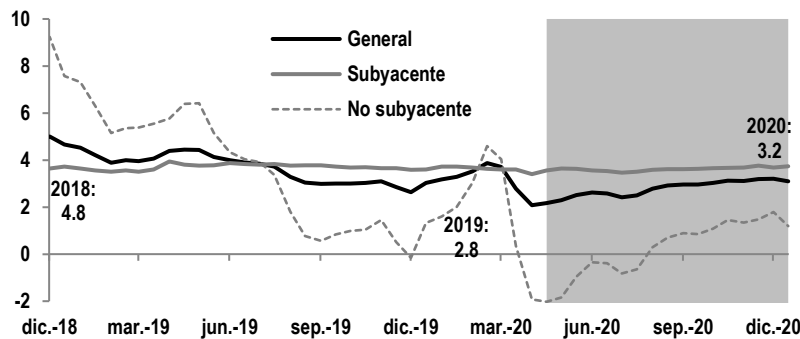
El sesgo sobre el crecimiento será muy *dovish*, como en el resto del mundo. El banco volvió a reconocer el choque por el COVID-19 y los menores precios de los *commodities* (incluyendo el petróleo). También notaron con claridad que las condiciones de holgura, que ya eran amplias antes del coronavirus, se exacerbarán mucho más. Cabe recordar que la actualización de los pronósticos de Banxico se realiza en el *Informe Trimestral* (IT), con el último rango para el PIB de 2020 en 0.5-1.5% (punto medio: 1-0%). Sin embargo, se publicó el 26 de febrero, un día antes de que el primer caso en México fuera anunciado por las autoridades de salud. Por lo tanto, el comentario de que las afectaciones derivadas de la pandemia conducirían a una contracción importante de la actividad en el primer semestre es una clara señal de que al menos este pronóstico será revisado sustancialmente a la baja en el IT del 1T20, que se publicará el 27 de mayo. Además, y dado que “...se desconocen la magnitud y duración de los efectos de la pandemia...”, creemos que este rango también es probable que se amplíe.

Tanto la disminución como mayor amplitud de las expectativas del PIB de este año ya están reflejadas en encuestas privadas. Específicamente, la última encuesta de *Citibanamex* (más actualizada que la última del banco central) muestra una mediana de -6.7% (Banorte: -7.8%), con el rango entre -9.0% hasta -3.7% (5.3%-pts). Para fines comparativos, cuando Banxico publicó sus estimados en el *Informe Trimestral* del 4T19, esta misma encuesta coincidía con los pronósticos de la autoridad monetaria. En las minutas, nos enfocaremos en las señales sobre la postura de cada miembro respecto al crecimiento, a pesar de no contar aún con un pronóstico puntual de la postura de consenso.

Sobre la inflación, el comunicado reiteró que la incertidumbre sobre el balance de riesgos ha aumentado significativamente, evitando decir todavía si el sesgo es al alza o a la baja.

Esto último, a pesar de que la inflación anual cayó a 2.08% en la 1ª quincena de abril, disminuyendo 179pb en solo tres quincenas y muy cercano a la parte baja del rango de variabilidad alrededor del objetivo. En este contexto, esperamos que la inflación cierre el año en 3.2% (ver gráfica abajo). Esto está relacionado a la diferente dinámica entre el componente subyacente (en 3.40% a/a) y no subyacente (-1.93%), lo que ha sido debatido por algún tiempo entre los miembros. En este entorno, resaltamos que los alimentos procesados estuvieron presionados en el último dato quincenal y creemos que esto continuará en el corto plazo. En nuestra opinión esto refleja en parte un mayor efecto de traspaso de la depreciación del peso, que está entre las principales preocupaciones al alza del banco central. Por el contrario, las gasolineras están alrededor de -20% a/a, sin poder descartar bajas adicionales. En general, creemos que las minutas seguirán reflejando cautela, con la dinámica reciente en este frente sin ser suficiente para cambiar de manera drástica el tono de la mayoría de los miembros de la Junta de Gobierno.

Pronósticos de inflación
% a/a, frecuencia quincenal

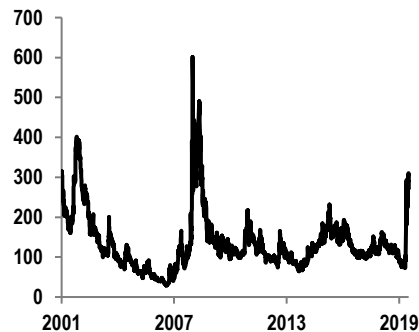


Fuente: Banorte con datos del INEGI

Por otro lado, esperamos un amplio debate sobre la gran cantidad de eventos económicos y de mercado en recientes semanas. Entre ellos, el recorte de la calificación crediticia tanto del soberano como de Pemex por las tres principales agencias ([S&P Global](#), [Fitch Ratings](#) y [Moody's Investors Service](#)). Pondremos especial atención a posibles comentarios sobre Pemex tras perder el ‘grado de inversión’. Como mencionamos, los inversionistas ya descontaban esto en buena medida, por lo que el efecto inmediato en el mercado fue moderado. No obstante, las implicaciones para la política monetaria podrían ser de mayor plazo ya que podrían ser incorporadas para evaluar el posible grado de relajamiento hacia delante. Recordemos que, en las últimas minutas, la mayoría consideró que: “...frente a las mayores primas de riesgo, la posición monetaria relativa podría no contar con un amplio margen como se percibe...”. En este sentido, el CDS de 5 años de México oscila cerca de máximos desde la última crisis (gráfica abajo, izquierda) y encima de sus pares regionales (gráfica abajo, centro). Sobre Pemex, el diferencial entre el bono de 10 años en dólares y el UMS del mismo plazo se ha ampliado a niveles muy elevados (gráfica abajo, derecha), aludiendo a los retos de la compañía ante bajos precios del petróleo y un limitado espacio fiscal, entre otros factores. En general, estas medidas reflejan una mayor prima de riesgo, lo que hemos incorporado en nuestra expectativa de política monetaria.

México: CDS de 5 años

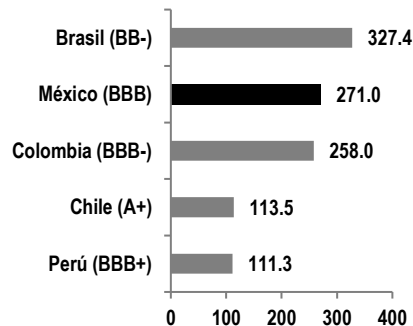
Pb



Fuente: Bloomberg

CDS de 5 años de países seleccionados

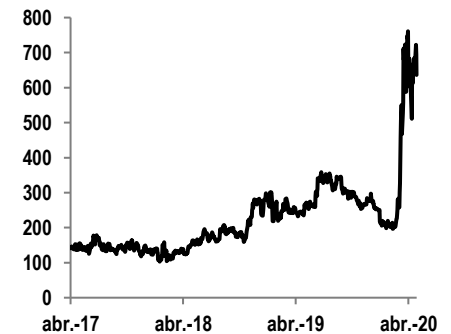
Pb, nivel al 30 de abril



Fuente: Bloomberg

Diferencial de tasas: Pemex – UMS 10 años

Pb



Fuente: Bloomberg

En conclusión, reafirmamos nuestra expectativa de que Banxico continuará bajando la tasa de referencia en los próximos meses. En específico, esperamos un recorte de 50pb en la próxima reunión del 14 de mayo, seguido de -75pb en la decisión del 25 de junio. Como resultado, la tasa alcanzaría 4.75%, donde esperamos que finalice este año. Adicionalmente, es probable que el banco central confirme que medidas adicionales podrían llevarse a cabo de ser necesario para mejorar la liquidez y garantizar el buen funcionamiento de los mercados, además de la posibilidad de aumentar el monto de las facilidades de crédito anunciadas, que en conjunto representan actualmente 3.3% del PIB.

JUEVES – Reporte de inflación (abril); Banorte: -1.03% m/m; anterior: -0.05%. Por su parte, anticipamos la subyacente en 0.34% m/m (previo: 0.29%). Con esta cifra la inflación sumaría dos meses consecutivos de caídas, derivado de una fuerte reducción de 5.2% m/m del componente no subyacente, restando 130pb al índice general.

Dentro de este último, esperamos una extensión de la baja en los precios de energéticos durante la primera mitad del mes. Esto estaría impulsado por caídas más modestas de las gasolinas de bajo y alto octanaje, de -1.4% y -1.1% 2s/2s, respectivamente. En conjunto con la fuerte disminución ya mostrada de estos mismos bienes y en la electricidad por los subsidios de verano a las tarifas en la primera mitad del mes, el componente de energía habría caído 12.8% m/m. Por otro lado, anticipamos una reversión parcial en bienes agropecuarios, con lo que cerrarían abril con una baja de 0.5% m/m. En específico, identificamos presiones importantes en algunas frutas y verduras en nuestro monitoreo, tales como jitomates y chiles. Sobre el primero, destacamos que reportes en prensa aseguran que el gobierno de EE.UU. exentó a los productores mexicanos de inspecciones de los camiones para no pagar un arancel de 17.5%. Lo anterior, debido a la falta de personal para realizarlas y a que la emergencia sanitaria ha comprometido algunas cadenas de suministro. Esto ha reducido los costos de exportación, lo que a su vez es probable que haya tenido un efecto sobre la oferta doméstica, aumentando los precios. Respecto a los pecuarios, y tras las alzas recientes –en particular del huevo– observamos una relativa normalización de precios después del repunte de la primera quincena.

En el componente subyacente, esperamos alzas sobre todo en bienes, con un avance de 0.6%, mientras que los servicios mostrarían pocos cambios. En el primer caso, las presiones estarían concentradas en alimentos procesados, que extenderían el avance de la primera quincena. Creemos que esto se debe al menos en parte al efecto de la depreciación del peso, tomando en cuenta que muchos de estos artículos son importados. Sin embargo, otros bienes estarían más limitados, con algunas empresas incrementando los descuentos para mantener el volumen de ventas ante la caída de la demanda y cierre de centros comerciales por la pandemia. De manera similar, en el segundo caso anticipamos que las tarifas aéreas y servicios turísticos continúen cayendo, finalizando con bajas de 7.4% y -1.8% m/m, en el mismo orden. En términos generales, la afectación de las medidas de distanciamiento social en la industria, además de menores costos de la turbosina, ayudarían a explicar esta dinámica.

Con esto, la inflación anual se ubicaría en 2.13% desde 3.25% el mes previo. La subyacente caería en el margen, a 3.48% desde 3.60%. Sin embargo, el cambio más relevante sería en la no subyacente, con un fuerte ajuste a -1.98% desde 2.19% en marzo. De materializarse, la inflación se ubicaría en su menor nivel desde diciembre de 2015 y muy cerca del límite inferior del rango de variabilidad alrededor del objetivo de Banxico, en 2% (3% +/- 1%).

JUEVES – Confianza del consumidor (abril); No se publicará. Considerando las recomendaciones de #QuédateEnCasa y #SusanaDistancia, el INEGI suspendió las entrevistas cara a cara el 31 de marzo. Por lo tanto, los datos para la confianza del consumidor no pudieron ser recabados.

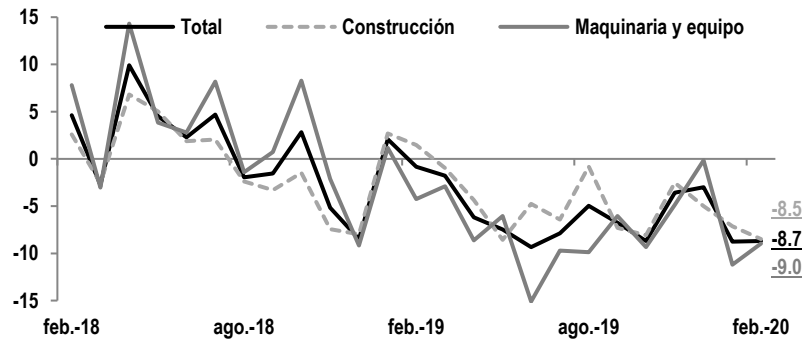
VIERNES – Inversión fija bruta (febrero); Banorte: -8.7% a/a; anterior: -8.8%. Cabe mencionar que la cifra sería relativamente similar al mes previo a pesar de un efecto de base más favorable y el día adicional proveniente del año bisiesto. En este sentido, con cifras ajustadas por estacionalidad estimamos una contracción 1.7% m/m, revirtiendo el avance de la misma magnitud de enero. En este sentido, la inversión en general permanecería débil, posiblemente impactada por señales anticipadas del brote de COVID-19. No obstante, la incertidumbre en general no había incrementado con fuerza en ese entonces, haciéndonos pensar que vendrán mayores choques en los próximos meses.

Esperamos la construcción en -8.5%. En este sentido, el [reporte de producción industrial](#) mostró una contracción de 9.1% en la actividad de este sector. No obstante, diferencias metodológicas –principalmente relacionadas a las obras en torno a los pozos petroleros– han resultado en mejores números dentro de la inversión, lo que podría suceder de nuevo. Por subsectores, este reporte mostró que la ingeniería civil (-17.5%) continuó más débil relativo a edificación (-7.5%), aunque con este último también limitado. En este contexto, la inversión física del gobierno federal de hecho aumentó 4.8% en términos reales, contrastando con los datos del INEGI. Por su parte, la confianza empresarial del sector disminuyó por segundo mes consecutivo, con el componente sobre el momento adecuado para invertir cayendo a nuevos mínimos históricos.

Sobre la maquinaria y equipo, estimamos una disminución de 9.0%, sumando 13 meses en contracción. Pronosticamos que el componente importado será el más débil nuevamente, retrocediendo 11.5%, con las importaciones de bienes de capital dentro del reporte de balanza comercial cayendo 11.1%. Finalmente, el rubro domestico caería en 5.1%, también afectado por bajos niveles de confianza.

Inversión Fija Bruta

% a/a



Fuente: INEGI, Banorte

Certificación de los Analistas.

Nosotros, Gabriel Casillas Olivera, Alejandro Padilla Santana, Delia María Paredes Mier, Juan Carlos Alderete Macal, Manuel Jiménez Zaldívar, Marissa Garza Ostos, Tania Abdul Massih Jacobo, Francisco José Flores Serrano, Katia Celina Goya Ostos, Santiago Leal Singer, José Itzamna Espitia Hernández, Valentín III Mendoza Balderas, Víctor Hugo Cortes Castro, Hugo Armando Gómez Solís, Miguel Alejandro Calvo Domínguez, Luis Leopoldo López Salinas, Leslie Thalía Orozco Vélez, Gerardo Daniel Valle Trujillo, Jorge Antonio Izquierdo Lobato y Eridani Ruibal Ortega, 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
Katía 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 Zaldivar	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 Thalía Orozco Vélez	Gerente Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	leslie.rozco.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
Jorge Antonio Izquierdo Lobato	Analista	jorge.izquierdo.lobato@banorte.com	(55) 1670 - 1746
Eridani Ruibal Ortega	Analista	eridani.ruibal.ortega@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2755

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	(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