

La semana en cifras

4 de octubre 2019

Minutas de Banxico mantendrán un tono *dovish*

- Minutas de Banxico (26 de septiembre).** Consideramos que el documento mantendrá un tono *dovish*, con la mayoría de los miembros favoreciendo un menor nivel de la tasa de referencia. Evaluaremos las razones detrás del voto de dos miembros que favorecerían un recorte de 50pb, que creemos que fueron los subgobernadores Gerardo Esquivel y Jonathan Heath. Entre las posibles discusiones, una de las más interesantes sería sobre el panorama de inflación, en particular del componente subyacente al continuar mostrando resistencia a la baja y noticias de que el gobierno federal está buscando un nuevo aumento al salario mínimo en 2020. Creemos que Banxico recortará la tasa de referencia en 25pb en cada una de las dos reuniones que quedan este año, con lo que la tasa terminará el año en 7.25%. Adicionalmente, estimamos que el ciclo de baja continuará en 2020, con 75pb de recortes en el primer semestre y 50pb en la segunda mitad, para una tasa de referencia al cierre del próximo año en 6.00%
- Producción industrial (agosto).** Estimamos una caída de 1.9% anual, con lo que hilaría diez meses en terreno negativo. Sin embargo, con cifras ajustadas anticipamos un avance de 0.5% m/m, con un menor impacto a la baja de la construcción y fortaleza de las manufacturas. Hacia adelante, seguimos creyendo que la industria podría mejorar, sobre todo en sectores más sensibles a la demanda externa. Algunos de los factores que podrían proveer soporte adicional son: (1) La depreciación del peso; (2) menores tasas de interés globales y en México; y (3) ganancias de mercado en EE.UU. ante mayores aranceles a China

www.banorte.com
@analisis_fundam

Juan Carlos Alderete, CFA
Economista Senior, México
juan.alderete.mactal@banorte.com

Francisco Flores
Economista, México
francisco.flores.serrano@banorte.com

Documento destinado al público en general

Calendario de eventos económicos

FECHA	HORA	INDICADOR	PERIODO	UNIDAD	BANORTE	CONSENSO	PREVIO	
lun. 7-oct.	6:00am	Inversión fija bruta (desestacionalizado)	Julio	% anual	<u>-7.9</u>	-7.6	-8.8	
				% mensual	<u>-0.9</u>	--	-0.8	
		Maquinaria y equipo total		% anual	<u>-10.7</u>	--	-14.0	
			Nacional	% anual	<u>-2.0</u>	--	-4.9	
			Importado	% anual	<u>-15.8</u>	--	-20.3	
			Construcción	% anual	<u>-5.7</u>	--	-4.6	
lun. 7-oct.	2:30pm	Encuesta quincenal de expectativas (Citibanamex)						
mar. 8-oct.	9:00am	Reservas internacionales	4-oct	mmd	--	--	180.2	
mar. 8-oct.	11:30am	Subasta de valores gubernamentales: CETES 1, 3, 6 y 12 meses; Bonos M 30 años (Nov'47); Udibonos 30 años (Nov'50); Bondes D 5 años						
mié. 9-oct.	6:00am	Inflación general	Septiembre	% m/m	<u>0.25</u>	0.25	-0.02	
				% anual	<u>2.98</u>	2.99	3.16	
				Subyacente	% m/m	<u>0.29</u>	0.28	0.20
				% anual	<u>3.74</u>	--	3.78	
jue. 10-oct.		Negociaciones al salario contractual	Septiembre	%	<u>6.0</u>	--	4.4	
jue. 10-oct.	9:00am	Minutas de Banxico						
vie. 11-oct.	6:00am	Producción industrial (desestacionalizado)	Agosto	% anual	<u>-1.9</u>	-1.9	-1.7	
				% mensual	<u>0.5</u>	--	-0.4	
		Minería		% anual	<u>-6.1</u>	--	-7.5	
			Electricidad, agua y gas	% anual	<u>1.4</u>	--	-1.0	
			Construcción	% anual	<u>-5.6</u>	--	-8.4	
			Manufacturas	% anual	<u>0.6</u>	--	3.0	

Fuente: Banorte; Bloomberg

Procediendo en orden cronológico...

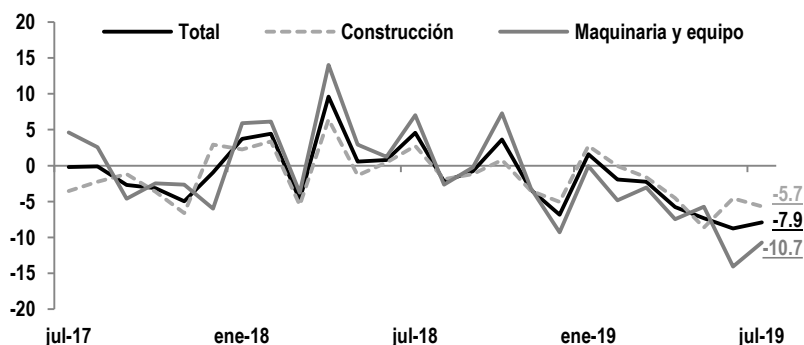
LUNES – Inversión fija bruta (julio); Banorte: -7.9% anual; anterior: -8.8%. Con ello, la inversión hilaría seis meses de caídas. Esto se explicaría en parte por el hecho de que julio de 2019 tuvo un día laboral más en la comparación anual, mientras que junio tuvo uno menos. Por lo tanto, con cifras ajustadas por estacionalidad resultaría en una contracción de 0.9% m/m, ligeramente peor al -0.8% de junio. El desempeño seguiría siendo decepcionante, confirmando a la inversión como el eslabón más débil del PIB.

Esperamos una caída de 5.7% anual en construcción. De acuerdo a la producción industrial, este sector retrocedió de nuevo tras señales tentativas de recuperarse en junio, con la edificación cayendo 6.6% y las obras de ingeniería civil en -4.6%. Para detalles ver: “*Producción industrial – Ligera contracción en julio a pesar de fortaleza en las manufacturas*”, <pdf>, 11 de septiembre de 2019. Creemos que una recuperación de la confianza empresarial sigue siendo uno de los ingredientes faltantes para un mayor dinamismo, sin materializarse en dicho mes en el índice total y el componente sobre el ‘momento adecuado para invertir’ en un nuevo mínimo desde febrero de 2017. A pesar de lo anterior, cifras más recientes parecen mostrar una incipiente recuperación, consistente con las expectativas de las principales cámaras empresariales de un mejor desempeño en el 2S19.

Por otra parte, anticipamos que la maquinaria y equipo retroceda 10.7%, mejorando respecto al -14.0% del mes pasado pero aun con una marcada debilidad. De manera similar a junio, el principal freno sería el componente importado al disminuir de 15.8%, en línea con el -16.5% de las importaciones de bienes de capital en la balanza comercial, débiles a pesar de señales de un mejor desempeño en otros componentes. Para detalles ver: “*Balanza comercial – Modesto déficit en julio sugiere un posible rebote de la actividad*”, <pdf>, 27 de agosto de 2019. Esto se observó inclusive a pesar de una apreciación del peso, señalizando que el retroceso estuvo explicado por factores más allá de cambios en precios. Por el contrario, el componente doméstico mejoraría por segundo mes consecutivo en la comparación anual, estimado en -2.0%, con algunas señales positivas en los datos de producción industrial en conjunto con un efecto de base favorable.

Inversión Fija Bruta

% anual



Fuente: INEGI, Banorte

LUNES – Encuesta de expectativas de Citibanamex. Dentro de la encuesta, los analistas estarán atentos a los pronósticos de inflación de septiembre –a publicarse el miércoles 9 de octubre– así como a los estimados para el cierre de año. También será importante observar las expectativas de política monetaria, particularmente tras la última decisión de política monetaria, en la cual Banxico redujo la tasa de referencia en 25pb en una decisión por mayoría. También estaremos atentos a los pronósticos del PIB y del tipo de cambio para el cierre del año.

MARTES – Reservas internacionales (4 de octubre); anterior: US\$180,213 millones. La semana pasada, las reservas internacionales aumentaron en US\$193 millones, explicado por una mayor valuación de los activos del banco central. Con ello, las reservas registraron un saldo neto de US\$180,213 millones, un avance de US\$5,420 millones en lo que va del año (ver tabla).

Reservas internacionales

Millones de dólares

	2018	27-sep-19	27-sep-19	Acumulado en el año
	Saldos		Flujos	
Reserva Internacional (B)-(C)	174,793	180,213	193	5,420
(B) Reserva Bruta	176,384	182,874	98	6,490
Pemex	--	--	-216	143
Gobierno Federal	--	--	67	1,030
Operaciones de mercado	--	--	0	0
Otros	--	--	247	5,317
(C) Pasivos a menos de 6 meses	1,592	2,661	-95	1,070

Fuente: Banco de México

MARTES – Subasta de valores gubernamentales. La SHCP –vía el Banco de México como agente colocador– subastará Bonos M de 30 años (Nov'47), Udibonos de 30 años (Nov'50), Bondes D de 5 años, así como Cetes de 1, 3, 6 y 12 meses (ver el siguiente recuadro). Como siempre, los resultados se publicarán a las 11:30am.

Subastas de valores gubernamentales (8 de octubre de 2019)

	Fecha de Vto.	Tasa cupón	Monto a subastar ¹	Tasa previa ²
Cetes				
1m	07-nov-19	--	6,000	7.65
3m	09-ene-20	--	10,500	7.61
6m	08-abr-20	--	14,500	7.58
6m	08-oct-20	--	14,500	7.39
Bondes D				
5 años	22-ago-24	--	6,500	0.15
Bono M				
30 años	07-nov-47	8.00	4,000	7.52
Udibonos				
30 años	03-nov-50	4.00	UDIS 550	3.53

Fuente: Banorte con cifras de Banxico 1. Cifras expresadas en millones de pesos a excepción de los Udibonos, que están en millones de UDIS. Los montos de la subasta de Cetes son anunciados con una semana de anticipación al día de la subasta. 2. Rendimiento al vencimiento en el caso de Cetes, Bonos M y Udibonos, sobretasa en BondesD

MIÉRCOLES – Reporte de inflación (septiembre); Banorte: 0.25% m/m; anterior: -0.02%. Por su parte, estimamos la subyacente en 0.29% desde 0.20% en la quincena previa. En línea con lo observado en la primera mitad del mes, esperamos que la mayor contribución provenga de este último rubro, añadiendo 22pb. Por su parte, el componente no subyacente sumaría solamente 3pb (+0.12% m/m).

Si bien no esperamos ajustes adicionales en el rubro de educación en la segunda mitad, la contribución total mensual de 7.8pb sería el principal avance dentro de los servicios. Mientras tanto, otros servicios podrían restar 4pb, continuando con la tendencia a la baja de la 1ª mitad del mes y en línea con su estacionalidad típica. Finalmente, esperamos una contribución de 15pb de las mercancías, con una división equitativa entre alimentos procesados (+8pb) y otros bienes (+7pb).

En cuanto al rubro no subyacente, esperamos una contribución de +3pb de los energéticos, impulsados al alza principalmente por un ajuste del precio del gas LP, del cual ya se observó una parte. Consideramos que este se explicara por un alza en los precios internacionales. En otros hidrocarburos, esperamos que la gasolina de bajo octanaje revierta parte del aumento de la 1ª quincena, aportando 1pb al índice general. En este sentido, el estímulo fiscal continuó aumentando en la segunda mitad, en un entorno de volatilidad en los precios internacionales tras los ataques en Arabia Saudita (para mayor información ver: *“Ataque a infraestructura en Arabia Saudita incrementa los riesgos para el escenario global”* <[pdf](#)>, 19 de septiembre), aunque moderándose el cierre del mes. Sobre los agropecuarios, esperamos una contribución nula, con +1pb de frutas y verduras compensados por un retroceso de la misma magnitud en pecuarios. Dentro de este último vemos un desempeño mixto, con presiones en la carne de cerdo al resentir todavía el aumento de los precios internacionales tras el brote de gripe porcina en Asia. No obstante, esto estaría más que compensado por una caída en el precio del pollo.

Con estos resultados, la inflación general anual se ubicaría en 2.98% desde 3.16% en agosto, alcanzando su mejor resultado en 3 años. En particular, el componente no subyacente avanzaría solo 0.67%, un nuevo mínimo en la historia del indicador –recordando que la serie está disponible desde enero de 1983–. Mientras tanto, el rubro subyacente mejoraría marginalmente, situándose en 3.74% (previo: 3.78%). Hacia delante, uno de los factores clave para que la inflación se mantenga cercana al objetivo será la dinámica del índice no subyacente, razón principal por la cual la inflación ha regresado cerca del 3%. En términos de política monetaria, consideramos que el dato reforzará la postura *dovish* de Banxico, reiterando nuestro estimado de dos recortes adicionales de 25pb en lo que queda del año, llevando la tasa a 7.25%.

JUEVES – Negociaciones salariales (septiembre); Banorte: 6.0% anual; anterior: 4.4%. Anticipamos que las negociaciones aumentarían respecto a la cifra del mes previo, explicado por un cambio en la composición de los sectores en los que se llevan a cabo las negociaciones. En este sentido, esperamos que, durante el mes, las realizadas en el sector privado sean mucho mayores en comparación a las hechas por trabajadores del ramo público. En este sentido, las negociaciones en el primero han promediado en el año 6.4%, mientras que en el segundo estas sólo alcanzan 3.4%. Hacia delante, y como lo hemos mencionado previamente, creemos que las negociaciones seguirán presionadas dado el impacto del salario mínimo, así como por los elevados niveles de inflación de los últimos dos años. Sin embargo, no descartamos que la reciente caída que hemos visto en la inflación, en conjunto con la desaceleración económica, pueda resultar en un menor ritmo de crecimiento de los salarios.

JUEVES – Minutas de Banxico. El próximo jueves, Banxico publicará las minutas de la reunión de política monetaria del 26 de septiembre, en la cual recortó la tasa de referencia 25pb a 7.75%, en línea con nuestra expectativa y el consenso. Consideramos que el documento mantendrá un tono *dovish*, con la mayoría de los miembros de la Junta de Gobierno favoreciendo un menor nivel de la tasa de referencia. Además, opinamos que la dinámica reciente de tres factores ha otorgado mayor espacio para recortes adicionales, incluyendo: (1) El estancamiento de la actividad económica; (2) la reducción de la inflación general anual, prácticamente en el objetivo; y (3) la ola acomodaticia global.

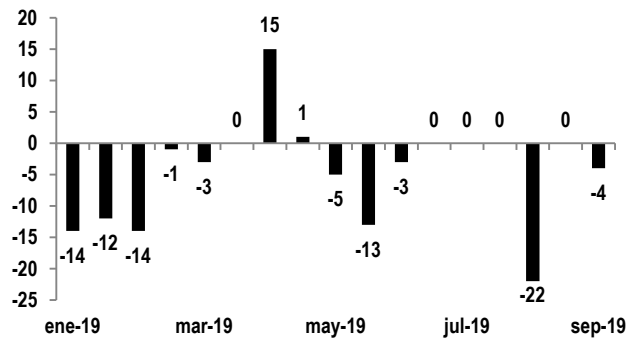
En primer lugar, evaluaremos las razones de los votos disidentes de dos miembros que favorecían un recorte de 50pb, que creemos fueron de los subgobernadores Gerardo Esquivel y Jonathan Heath. Respecto al primero, sus comentarios han mostrado un sesgo *dovish* ya por algún tiempo, incluyendo el voto del 27 de junio a favor de un recorte de 25pb. Entre sus razones, mencionó que la inflación había sido mejor a lo estimado y que hacia el cierre de año estaría cerca o incluso debajo de 3.4%, el relajamiento de la política monetaria en economías avanzadas y la notable desaceleración de la economía mexicana. Desde aquél momento, todos estos factores se han materializado o incluso exacerbado en el margen, apoyando un ritmo ligeramente mayor de recortes. En el caso de Jonathan Heath, hemos percibido mayor preocupación por la desaceleración, añadiendo la caída del ISM manufacturero de EE.UU. en septiembre y la balanza comercial de México en agosto, entre otros indicadores. En este sentido, ha argumentado que con el crecimiento estancado (así al menos hasta julio, de acuerdo con el IGAE) y la inflación cerca del objetivo (alcanzándolo en la 1ª quincena de septiembre), existía la oportunidad de reducir la tasa aún más. Fue cuidadoso en señalar que esto no significa necesariamente adoptar una postura acomodaticia, sino menos restrictiva. Con la tasa actual en 7.75% y el último estimado de neutralidad de Banxico en 5.6% (rango: 4.8-6.4%), pensamos que opina que aún existe amplio espacio para recortar.

Es importante mencionar que el comunicado no mostró cambios importantes en términos del balance de riesgos, tanto para el crecimiento –sesgado a la baja, tanto global como local– como inflación –sugiriendo un balance neutral, con los mismos factores de riesgo. Sin embargo, nuestro análisis lingüístico mostró que “*inflación*” dejó de ser la palabra más mencionada, reemplazada por “*riesgos*”. Además, “*precios*” perdió relevancia relativa, mientras que “*convergencia*” ganó importancia. En nuestra opinión, estos cambios, que fueron más sutiles, soportan nuestra opinión de un tono ligeramente más *dovish*.

Creemos que lo más interesante será la discusión sobre la inflación. Por un lado, la Junta de Gobierno ya reconoció la fuerte caída a 2.99% anual. De acuerdo con nuestros estimados, septiembre resultaría en una caída marginal adicional a 2.98% (0.09% 2s/2s). De ser así, la inflación promedio del 3T19 alcanzaría 3.3%, exactamente el pronóstico del banco central. Para el cierre del año la última encuesta también mostró una fuerte caída, a 3.1% de 3.4% previo, derivado de las últimas sorpresas (gráfica inferior, izquierda). Mantenemos nuestro estimado en 3.3% con algunos riesgos a la baja (gráfica abajo, derecha). Además, la mediana para al cierre de 2020 también cayó a 3.5% desde 3.6%.

Sorpresas de inflación

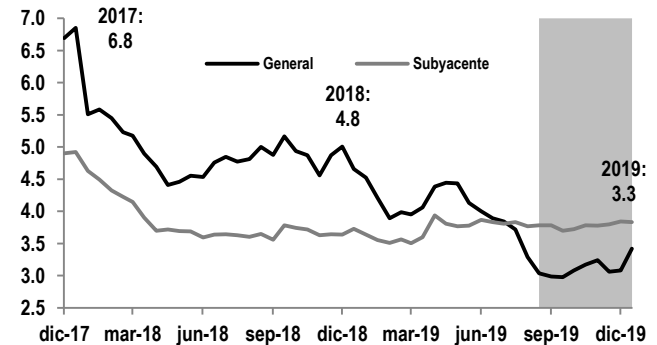
Pb, actual menos pronóstico, datos quincenales



Fuente: Banorte con cifras del INEGI, Bloomberg

Pronósticos de inflación

% anual, frecuencia quincenal



Fuente: INEGI, Banorte

A pesar de lo anterior, el debate se centraría en la inflación subyacente, estimada en 3.8% en promedio en el 3T19, ligeramente mayor al pronóstico de 3.7% del banco central. De acuerdo con nuestros cálculos, el grado de holgura ha aumentado desde el 4T18 pero la tasa anual se ha mantenido alrededor de 3.8% desde el alza observada en abril, cuando se ubicaba en 3.6%. Banxico ha reiterado en diversas ocasiones que uno de los riesgos al alza es que las revisiones salariales sean mayores a las ganancias en productividad, lo que eventualmente podría llevar a mayores costos. En nuestra opinión, esto ya se ha reflejado al menos parcialmente en algunos componentes de los servicios. Lo anterior es relevante ya que el gobierno federal está investigando la posibilidad de un nuevo aumento al salario mínimo en 2020, con el presidente López Obrador argumentando que es necesaria un alza adicional ya que el incremento de 16.2% de este año “no fue suficiente”. También dijo que se pedirán la opinión del banco central, que en el *Informe Trimestral* del 2T19 concluyó en un recuadro de investigación que uno de los factores detrás de la desaceleración de la creación de empleo formal fue dicho aumento. Adicionalmente, advirtió que incrementos adicionales podrían tener efectos más significativos ya que podrían impactar directamente a un mayor porcentaje de la fuerza laboral. A pesar de que hasta lo nuestro conocimiento el banco central no ha actualizado su último estudio sobre el potencial impacto de un mayor salario mínimo en los precios, creemos que la mayoría de los miembros siguen viendo este factor como uno de los principales riesgos al alza para el panorama inflacionario.

Es en este sentido en que la postura relativa de cada uno de los miembros sobre la resistencia a la baja de la inflación, y sus riesgos hacia adelante, constituye uno de los ingredientes clave para evaluar la potencial magnitud del ciclo de relajamiento que creemos que inició en agosto. Tras la última decisión, ahora pensamos que Banxico recortará la tasa de referencia en 25pb en cada una de las dos reuniones que quedan este año, con lo que la tasa cerraría 2019 en 7.25%. Adicionalmente, estimamos que el ciclo de baja continuará en 2020, con 75pb de recortes en el primer semestre y 50pb en la segunda mitad, para una tasa de referencia al cierre del próximo año en 6.00%.

Esta trayectoria implicaría una baja acumulada de 225pb desde el máximo de 8.25% justo antes de la decisión de agosto. El principal factor de apoyo a nuestra expectativa es el hecho de que los bancos centrales del mundo han empezado a recortar sus respectivas tasas de manera simultánea. Esta situación permitiría a Banxico flexibilidad de proveer mayor estímulo y al mismo tiempo no comprimir en una magnitud tan fuerte el diferencial de tasas de corto plazo con EE.UU. en comparación con un escenario en el que fuera el único relajando o en el cual los bancos centrales del mundo aprieten las condiciones monetarias. No obstante, la trayectoria esperada también asume que la inflación se mantendrá bajo control y cerca del objetivo. Reconocemos que un riesgo muy relevante que podría eventualmente resultar en un ciclo de baja más moderado es que fuertes aumentos en costos (y salarios) refuercen la resistencia a la baja del componente subyacente y/o presionen con mayor claridad las expectativas de inflación de mediano y largo plazo.

VIERNES – Producción industrial (agosto). Banorte: -1.9% anual; anterior: -1.7%. Este sería el décimo mes al hilo con tasa anual negativa. Sin embargo, parte de esto se debería a que el mes tuvo un día laboral menos respecto a agosto de 2018. Con cifras ajustadas por estacionalidad anticipamos un avance de 0.5% m/m derivado de un menor impacto a la baja de la construcción y persistente fortaleza de las manufacturas.

Sobre el primer sector, pronosticamos una caída de 5.6% anual, menor al -8.4% previo. Las señales sobre el desempeño han sido mixtas. Del lado técnico, el día laboral menos es negativo aunque el efecto de base sería más favorable. En términos del sentimiento, la confianza empresarial registró una moderada caída, aunque el componente de ‘momento adecuado para invertir’ subió a 25.0pts desde un mínimo no visto desde febrero de 2017 en 24.3pts. Creemos que esto sugiere que el sector podría haber encontrado un piso al ser el primer aumento en cuatro meses, con las cifras ya publicadas de septiembre extendiendo el alza. De acuerdo con noticias recientes, el gobierno de la Ciudad de México ha estado trabajando para reactivar el sector y acelerar los procesos de requerimientos regulatorios. Sin embargo y hasta donde tenemos conocimiento, estos tuvieron un efecto más notorio hasta septiembre. Por lo tanto, la actividad probablemente continuó limitada, como también lo sugiere la baja creación de empleos formales. Seguimos creyendo que la construcción podría mejorar de manera gradual ante el reinicio de varios proyectos.

En las manufacturas anticipamos un alza de 0.6% anual, muy por debajo del 3.0% anterior. Creemos que el sector mantendrá cierta fortaleza a pesar de este resultado, con los efectos calendario relevantes también para explicar la moderación. Sin embargo esto no sería el único factor, con algunas señales de una importante reducción de inventarios ante una demanda externa que se mantuvo bastante robusta, aprovechando la debilidad del peso –que pasó de 19.05 por dólar en julio a 19.65, en promedio–.

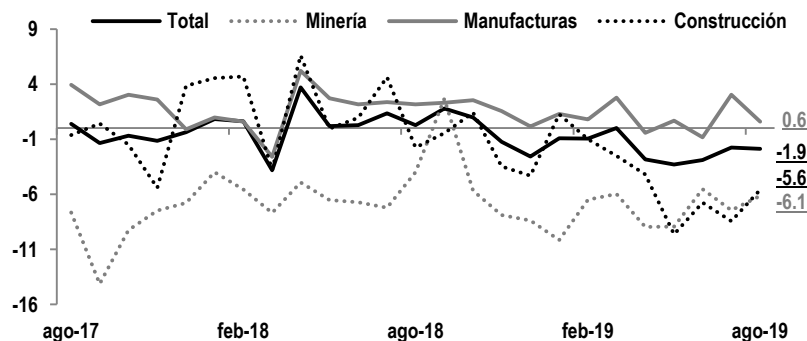
Por ejemplo, la producción automotriz cayó 9.6%, su mayor baja en lo que va del año, aunque las exportaciones se mantuvieron fuertes en +9.7% anual. Adicionalmente, las importaciones de bienes intermedios no petroleros, relacionados a este sector, cayeron 1.8% desde +7.3% anterior, lo que también sugiere menores inventarios. Sobre la demanda, la producción industrial de EE.UU. mejoró en el margen al caer 0.4% desde el -0.6% de julio.

Por último, anticipamos la minería en -6.1%. La producción de petróleo crudo sigue estabilizándose, con un avance de 0.6% m/m de acuerdo con Pemex a 1,708kbpd. No obstante, a tasa anual implica -8.3%. De manera similar, la producción de gas avanzó 0.8% anual, mejor respecto a julio. Los datos oficiales sugieren algunos resultados de los esfuerzos por limitar la caída de la producción, lo que por ahora significaría que el sector al menos no estaría restando más a lo que ya ha hecho en términos del dinamismo de la actividad industrial. Por su parte, estimamos la minería no petrolera en +0.8%.

Hacia adelante, seguimos creyendo que la industria podría mostrar un mejor desempeño el resto del año, con algunos indicadores más positivos sobre todo en sectores sensibles a la demanda externa. Algunos de los factores que podrían proveer de un soporte adicional son: (1) La depreciación del peso; (2) menores tasas de interés globales y en México; y (3) ganancias de mercado en EE.UU. ante los mayores aranceles impuestos a China, que es nuestro competidor allá. No obstante, aún creemos que el sector se contraerá en todo 2019, con un entorno aún retador producto de la desaceleración adicional que parece que está experimentando la economía global.

Producción industrial

% anual



Fuente: INEGI, Banorte

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, Luis Leopoldo López Salinas, 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, 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	Quando el rendimiento esperado de la acción sea mayor al rendimiento estimado del IPC.
MANTENER	Quando el rendimiento esperado de la acción sea similar al rendimiento estimado del IPC.
VENTA	Quando el rendimiento esperado de la acción sea menor al rendimiento estimado del IPC.

Aunque este documento ofrece un criterio general de inversión, exhortamos al lector a que busque asesorarse con sus propios Consultores o Asesores Financieros, con el fin de considerar si algún valor de los mencionados en el presente reporte se ajusta a sus metas de inversión, perfil de riesgo y posición financiera.

Determinación de precios objetivo

Para el cálculo de los precios objetivo estimado para los valores, los analistas utilizan una combinación de metodologías generalmente aceptadas entre los analistas financieros, incluyendo de manera enunciativa, más no limitativa, el análisis de múltiplos, flujos descontados, suma de las partes o cualquier otro método que pudiese ser aplicable en cada caso específico conforme a la regulación vigente. No se puede dar garantía alguna de que se vayan a lograr los precios objetivo calculados para los valores por los analistas de Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V., ya que esto depende de una gran cantidad de diversos factores endógenos y exógenos que afectan el desempeño de la empresa emisora, el entorno en el que se desempeña e influyen en las tendencias del mercado de valores en el que cotiza. Es más, el inversionista debe considerar que el precio de los valores o instrumentos puede fluctuar en contra de su interés y ocasionarle la pérdida parcial y hasta total del capital invertido.

La información contenida en el presente reporte ha sido obtenida de fuentes que consideramos como fidedignas, pero no hacemos declaración alguna respecto de su precisión o integridad. La información, estimaciones y recomendaciones que se incluyen en este documento son vigentes a la fecha de su emisión, pero están sujetas a modificaciones y cambios sin previo aviso; Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. no se compromete a comunicar los cambios y tampoco a mantener actualizado el contenido de este documento. Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. no acepta responsabilidad alguna por cualquier pérdida que se derive del uso de este reporte o de su contenido. Este documento no podrá ser fotocopiado, citado, divulgado, utilizado, ni reproducido total o parcialmente sin previa autorización escrita por parte de, Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V.

GRUPO FINANCIERO BANORTE S.A.B. de C.V.
Directorio de Análisis

Gabriel Casillas Olvera	Director General Adjunto Análisis Económico y Bursátil	gabriel.casillas@banorte.com	(55) 4433 - 4695
Raquel Vázquez Godínez	Asistente Dir. General Adjunta Análisis Económico y Bursátil	raquel.vazquez@banorte.com	(55) 1670 - 2967

Análisis Económico

Delia María Paredes Mier	Directora Ejecutiva Análisis y Estrategia	delia.paredes@banorte.com	(55) 5268 - 1694
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
Luis Leopoldo López Salinas	Analista Economía Internacional	luis.lopez.salinas@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2707
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.rozco.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
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	hugo.gomez@banorte.com	(55) 1670 - 2247
Gerardo Daniel Valle Trujillo	Gerente 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.cebaldos@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