

## Informe Trimestral Banxico – Cerca de finalizar el ciclo de baja de tasas

- Banxico publicó su *Informe Trimestral* del 1T20, el cual estuvo acompañado por una conferencia de prensa liderada por el Gobernador Alejandro Díaz de León
- Como se esperaba, los estimados de crecimiento e inflación fueron modificados sustancialmente. No obstante, y ante el entorno incierto por la pandemia, el banco central no brindó un rango estimado para el PIB en 2020 y 2021
- En vez, estimaron tres diferentes escenarios con un impacto *ex-ante* del COVID-19 en uno de sus tradicionales recuadros de investigación. Estos son:
  - (1) Afectación tipo ‘V’: Asume que el efecto se concentra principalmente entre marzo y mayo, con una normalización relativamente rápida comenzando en junio. El PIB en 2020 resultaría en -4.6% mientras que en el 2021 aumentaría 4.0%
  - (2) Afectación tipo ‘V profunda’: Mayor impacto en abril y mayo que en el primer escenario y una extensión a los siguientes meses, aunque con menor intensidad en estos últimos. En este, el PIB caería 8.8% en 2020 para después recuperarse 4.1% en 2021
  - (3) Afectación tipo ‘U profunda’: Mismo impacto en marzo-mayo que en el primer escenario, con un efecto de mayor persistencia que en el escenario 2, persistiendo hasta septiembre. El PIB en este caso sería de -8.3% en 2020 y -0.5% en 2021
- También destacamos que el Gobernador Díaz de León fue muy claro en mencionar que no se podían asignar probabilidades a estos escenarios dado el elevado nivel de incertidumbre sobre la evolución de la pandemia y sus probables efectos en el desempeño económico
- Sobre la inflación y contrario a nuestras expectativas, las revisiones fueron mayormente al alza tanto para este año como el próximo. En este sentido destacamos que la convergencia de la inflación al objetivo de 3% fue retrasada al 4T21
- En nuestra opinión, el tono del banco central fue menos *dovish* que en comunicaciones recientes. En particular, destacamos los ajustes realizados a la trayectoria esperada de inflación para este y el próximo año
- Los tradicionales recuadros de investigación se centran en temas relevantes y oportunos, principalmente relacionados a la pandemia del COVID-19
- Mantenemos nuestra expectativa de dos recortes adicionales de 50pb en las reuniones de junio y agosto, llevando la tasa de referencia a 4.50% hasta el cierre del año. Seguimos sin descartar otra decisión fuera de calendario, adelantando los recortes si las condiciones lo ameritan en un entorno altamente incierto
- Mantenemos largos en el Udibono Nov’35 y la expectativa de una parte corta de la curva anclada

27 de mayo 2020

www.banorte.com  
@analisis\_fundam

### Gabriel Casillas

Director General Adjunto Análisis Económico y Relación con Inversionistas  
gabriel.casillas@banorte.com

### Alejandro Padilla

Director Ejecutivo Análisis Económico y Estrategia Financiera de Mercados  
alejandro.padilla@banorte.com

### Juan Carlos Alderete, CFA

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

### Francisco Flores

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

### Estrategia de Renta fija y tipo de cambio

#### Manuel Jiménez

Director Estrategia de Mercados  
manuel.jimenez@banorte.com

#### Santiago Leal

Subdirector Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio  
santiago.leal@banorte.com

#### Leslie Orozco

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

### Decisiones de política monetaria de Banxico en 2020

Fecha	Decisión
<a href="#">13 de febrero</a>	-25pb
<a href="#">20 de marzo</a> (no calendarizada)	-50pb
<a href="#">21 de abril</a> (no calendarizada)	-50pb
<a href="#">14 de mayo</a>	-50pb-
25 de junio	--
13 de agosto	--
24 de septiembre	--
12 de noviembre	--
17 de diciembre	--

Fuente: Banxico

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

**El Informe Trimestral cambia a un tono menos *dovish*.** Banxico dio a conocer hoy su *Informe Trimestral* del 1T20, con la publicación acompañada por una conferencia de prensa liderada por el Gobernador Alejandro Díaz de León. En nuestra opinión el tono sigue siendo *dovish*, aunque menos que en sus últimos documentos. En primer lugar, debemos mencionar que el estimado del PIB para 2020 fue reducido significativamente, aunque los estimados no pueden ser directamente comparados al consenso y/o a nuestras expectativas dado que el banco central no brindó un rango estimado tanto para 2020 y 2021, como usualmente lo hacen. En vez, estimaron tres escenarios diferentes, basados en supuestos sobre la evolución de la pandemia (para detalles ver adelante). Más importante fueron los ajustes en la trayectoria de inflación para este año y el próximo, siendo mayormente al alza, situándose por arriba de los nuestros e incluso más lejanos a las expectativas del mercado. En nuestra opinión, esto señala que a pesar de que el balance de riesgos sigue caracterizado como incierto, la autoridad monetaria parece estar relativamente más preocupada por presiones adicionales a pesar de los niveles actuales bajos de inflación. Además, y basándonos en los estimados trimestrales, Banxico retrasó la convergencia al objetivo de 3% hasta el 4T21 desde el 1T21 previamente. A pesar de lo anterior, creemos que el tono sigue siendo consistente con nuestra visión de dos recortes adicionales de 50pb en junio y agosto, con la tasa de referencia cerrando el año en 4.50%. Adicionalmente, no descartamos otra decisión fuera de calendario, adelantando estos recortes en caso de ser necesario ante un escenario de incertidumbre. También creemos que el documento señala la probabilidad de que el ciclo de bajas termine relativamente pronto.

**Tres escenarios para el PIB.** Contrario a la práctica usual de proveer intervalos de confianza para el PIB, y en línea con lo realizado por otros bancos centrales en economías avanzadas, Banxico modificó su manera de estimar la actividad económica. Esto es un resultado directo de la pandemia de COVID-19, con el banco central reconociendo que esto inserta un alto grado de incertidumbre en cualquier estimado sobre la actividad económica. Por su parte, estimaron escenarios que utilizan diferentes supuestos sobre la profundidad, duración y severidad del brote. En su opinión, éstos podrían proveer una mejor perspectiva sobre el PIB. En espíritu, esto es similar a la metodología utilizada en [nuestra estimación dinámica del impacto del virus](#). Los tres escenarios, nombrados en términos del posible impacto de la pandemia en la economía y detallados en uno de los tradicionales recuadros de investigación incluyen:

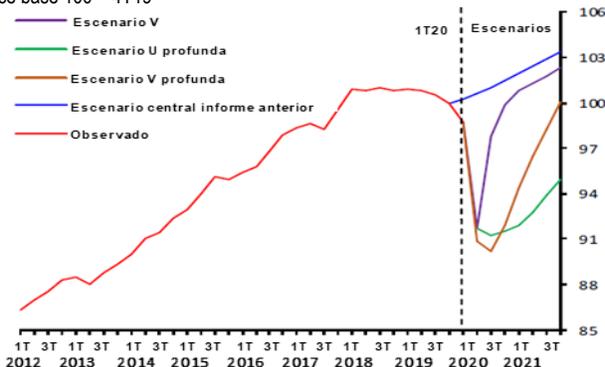
- (1) Impacto en forma de ‘V’: Este escenario asume que los efectos negativos de la pandemia se concentran principalmente entre marzo y mayo, con una normalización relativamente rápida comenzando en junio. Por lo tanto, el impacto está concentrado en el 1S20, con la recuperación extendiéndose hacia el 2021. El PIB resultaría en -4.6% en 2020 y +4.0% en 2021.
- (2) Impacto en forma de ‘V profunda’: Mayor impacto en abril y mayo que en el primer escenario y una extensión al tercer trimestre, aunque con menor intensidad en este último periodo. La reactivación de la economía ocurriría hacia finales del año y se extendería hacia 2021. El PIB resultaría en -8.8% en 2020 y en +4.1% en 2021

- (3) Impacto en forma de ‘U profunda’: Mismo impacto en marzo-mayo que en el primer escenario pero con una mayor persistencia que en el escenario 2, persistiendo hasta septiembre. La recuperación en 2021 sería más modesta que en los dos casos previos. En este, el PIB resultaría en -8.3% en 2020 y en -0.5% en 2021.

Destacamos tres características adicionales de estos escenarios. En primer lugar, todos consideran diferentes etapas sobre cuando el brote comenzó a impactar a la economía a nivel estatal, categorizadas como temprana (mediados de marzo), media (finales de marzo) o tardía (comenzando en abril). En segundo lugar, y en línea con nuestras expectativas, éstos reflejan mayor incertidumbre dado que el diferencial máximo entre los escenarios es más de 4%-pts tanto en 2020 y 2021. Y en tercero, el documento y el Gobernador Díaz de León fueron muy claros en mencionar que asignar probabilidades a estos escenarios no es posible, por lo cual no es posible calcular un promedio ponderado para determinar un estimado puntual. Todo esto está justificado por la elevada incertidumbre sobre la evolución de la pandemia y sus probables efectos sobre el desempeño económico. En este sentido, el banco central también mencionó que la dinámica del virus hacia adelante informará sobre cuál de estos escenarios parece adecuarse mejor a la realidad.

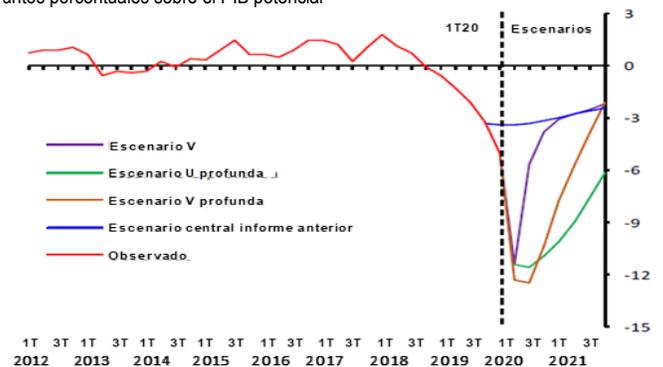
**Brecha del producto por debajo de lo observado en la Crisis Financiera Global de 2009 en todos los escenarios.** Por otra parte, destacamos que el banco central brindó estimados de la brecha del producto en cada escenario. Todos consideran que la brecha permanecerá negativa al menos hasta el final del horizonte del pronóstico (cierre del 2021). En el primero, el mínimo se alcanzó en el 2T20 en -11.5%. El más bajo en el segundo (‘V profunda’) se ubicó en -12.5% y en -11.6% en el tercero (‘U profunda’) pero estos dos últimos en el 3T20. A pesar de estas diferencias, destacamos que en todos los escenarios, el punto más bajo está por debajo del mínimo previo de -6.5% estimado en el 2T09, en medio de la Crisis Financiera Global. En nuestra opinión, esta es una señal clara de la fuerte contracción esperada en los próximos meses y la posición relativamente débil en la que se encontraba la economía antes del choque pandémico. Adicionalmente, esto último es también sugerido por los datos más oportunos, con caídas históricas en varios de ellos en abril.

**Pronósticos del PIB**  
Índice base 100 = 4T19



Fuente: Banco de México, Informe Trimestral 1T20

**Brecha del producto**  
Puntos porcentuales sobre el PIB potencial



Fuente: Banco de México, Informe Trimestral 1T20

**Ajustes en el resto de los estimados económicos.** Dado que los diferentes escenarios fueron utilizados, los ajustes a los estimados de otras variables se presentaron en rangos en vez de ser puntuales como en ocasiones previas. Como las probabilidades no fueron mostradas, como mencionamos previamente, tampoco podemos hacer los cálculos por nuestra parte. Sin embargo, y sólo como referencia, el punto medio sobre el empleo formal contempla una pérdida de 1.1 millones de empleos (previo: +490,000), un déficit de balanza comercial de sólo US\$100 millones (previo: -US\$5.9 mil millones) y un déficit de cuenta corriente de US\$9.1 mil millones (previo: -US\$11.6 mil millones). Más detalles pueden encontrarse en la siguiente tabla

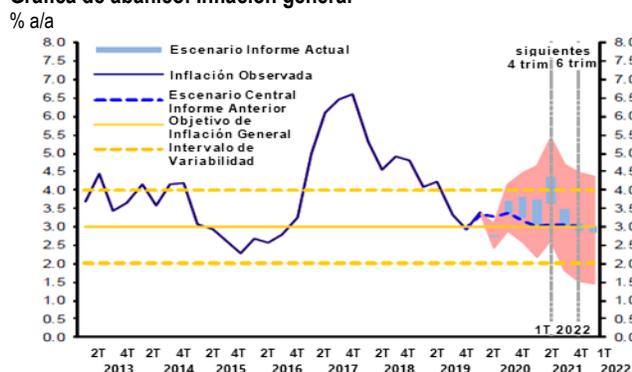
Principales pronósticos Banxico Informe trimestral actual (1T20)			Principales pronósticos Banxico Informe trimestral anterior (4T19)		
	2020	2021		2020	2021
<b>PIB (% a/a)</b>			<b>PIB (% a/a)</b>	0.5 – 1.5	1.1 – 2.1
Tipo 'V'	-4.6	4.0			
Tipo 'V profunda'	-8.8	4.1			
Tipo 'U profunda'	-8.3	-0.5			
<b>Empleo (miles)</b>	-1,400 a -800	-200 a 400	<b>Empleo (miles)</b>	440 – 540	470 - 570
<b>Balanza comercial (mmd)</b>	-4.8 a 4.6	-7.2 a 4.5	<b>Balanza comercial (mmd)</b>	-5.9	-13.5
	(-0.5% a 0.5% del PIB)	(-0.6% a 0.5% del PIB)		(0.4% del PIB)	(1.0% del PIB)
<b>Cuenta corriente (mmd)</b>	-15.1 a -3.1	-20.5 a -4.6	<b>Cuenta corriente (mmd)</b>	-11.6	-20.6
	(-1.5% a -0.3% del PIB)	(-1.8% a -0.5% del PIB)		(0.9% del PIB)	(1.5% del PIB)

Fuente: Banxico

Fuente: Banxico

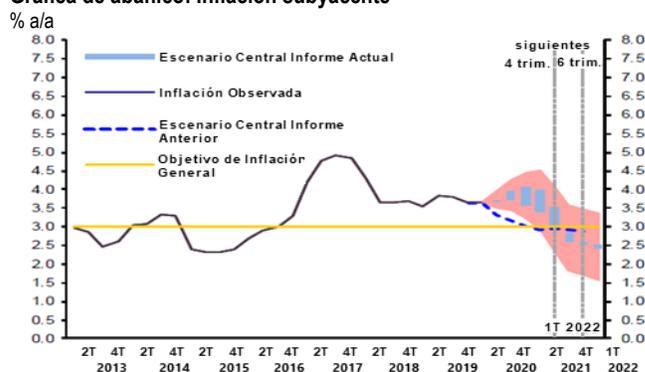
**La inflación se revisa al alza, señalizando mayores preocupaciones hacia delante.** Aunque se utilizan los tres escenarios como insumos para la inflación, factores que se contrarrestan para esta última (*e.g.* holgura en la economía, precios de energéticos, traspaso del tipo de cambio y interrupciones a las cadenas de suministro) resultaron en un rango más acotado, permitiendo al banco central presentar estimados puntuales en este caso. No obstante, sigue existiendo un alto grado de incertidumbre sobre estos, con los rangos indicados en las siguientes gráficas.

**Gráfica de abanico: Inflación general**



Fuente: Banco de México, Informe Trimestral 1T20

**Gráfica de abanico: Inflación subyacente**



Fuente: Banco de México, Informe Trimestral 1T20

Específicamente, la revisión a la baja para la inflación general del 2T20 (en 60pb) era esperada ante los datos ya conocidos del periodo. Sin embargo, los ajustes a partir del 3T20 en adelante fueron al alza, contrario a lo que creíamos que haría Banxico a pesar de que se encuentra más alineado con nuestros pronósticos. En particular, los estimados del tercer y cuarto trimestres aumentaron en 10 y 30pb,

respectivamente, con este último superando al consenso (2.9% al cierre de año de acuerdo a la última encuesta de Banxico) aunque más cercano a nuestros estimados de 3.3% en promedio y 3.2% al cierre de año. Adicionalmente, los de inicios de 2021 parece que están impactados por los mismos factores además de un efecto de base más retardador, en especial para el segundo trimestre (ver tabla abajo).

**Pronósticos de inflación general y subyacente**

% a/a, promedio trimestral

	2020				2021				2022
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I
<b>INPC</b>									
Informe actual	3.4*	2.7	3.5	3.5	3.4	4.0	3.2	3.0	2.9
Informe anterior	3.3	3.3	3.4	3.2	3.0	3.0	3.1	3.0	--
Diferencia (pb)	--	60	10	30	40	100	10	0	--
<b>Subyacente</b>									
Informe actual	3.7*	3.7	3.8	3.8	3.7	3.2	2.7	2.6	2.5
Informe anterior	3.6	3.3	3.2	3.0	2.9	2.9	2.9	2.9	--
Diferencia (pb)	--	40	60	80	80	30	-20	-30	--

Fuente: Banco de México, Informe Trimestral 1T20; \*Datos observados

Sobre el balance de riesgos, añadieron dos al alza: (1) Presiones en precios por una mayor demanda de algunos bienes derivado de las medidas de emergencia sanitaria; y (2) presiones adicionales ante las medidas para resguardar la seguridad de los trabajadores y las empresas, incrementando los costos de producción. A la baja observamos más atención en los posibles efectos de una mayor holgura de la economía, así como el reconocimiento de la baja del tipo de cambio peso-dólar. En este sentido, si bien el balance de riesgos sigue siendo incierto, el lenguaje utilizado y los cambios a la trayectoria nos hacen pensar que la preocupación de los miembros de la Junta de Gobierno está sesgada más al alza.

Otro factor que sigue siendo relevante es la resistencia a la baja de la inflación subyacente, con revisiones al alza en el horizonte hasta el 2T21. Consideramos que esto se explica por el impacto diferenciado que ha mostrado este componente relativo al no subyacente, sufriendo más por choques al alza (tales como interrupciones a las cadenas de suministro y mayor demanda de bienes esenciales) que a la baja. Sin embargo, su desempeño sigue siendo muy importante, sobre todo con el banco central mencionando en repetidas ocasiones que la política monetaria tiene un mayor grado de influencia en dicho componente.

En términos generales, creemos que el panorama de inflación fue menos *dovish* que en comunicaciones recientes. No obstante, y como ya mencionamos, nos parece que está más alineado a nuestras expectativas (ver tabla y gráfica abajo) a pesar de que nosotros estimamos un escenario más adverso en 2021. En este sentido, aunque la dinámica de corto plazo apoyará recortes adicionales, la incertidumbre en el mediano y largo plazo limitará la magnitud total de recortes que podría llevar a cabo el banco central.

**Estimados de inflación**

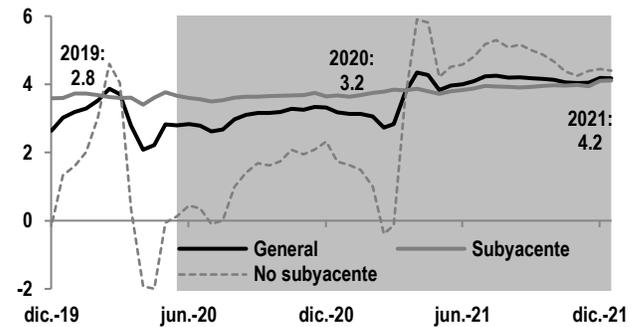
% a/a, promedio trimestral

	1T20	2T20	3T20	4T20	1T21	2T21	3T21	4T21
<b>General</b>								
Banxico	3.4*	2.7	3.5	3.5	3.4	4.0	3.2	3.0
Banorte	3.4*	2.6	3.0	3.3	3.1	4.1	4.2	4.1
<b>Subyacente</b>								
Banxico	3.7*	3.7	3.8	3.8	3.7	3.2	2.7	2.6
Banorte	3.7*	3.6	3.6	3.7	3.8	3.8	3.9	4.0

Fuente: Banxico, Banorte

**Estimados de inflación 2020**

% a/a, frecuencia quincenal



Fuente: INEGI, Banorte

**Un análisis relevante y oportuno en los recuadros de investigación.** En este *Informe Trimestral*, el banco central se enfocó en temas relacionados al impacto del COVID-19. Se incluyeron siete notas: (1) Las medidas que han implementado diversos países para enfrentar la pandemia; (2) El impacto estimado de la pandemia en la actividad económica de México; (3) La evolución del empleo formal ante la pandemia; (4) El impacto del relajamiento monetario sobre los costos de financiamiento de las empresas; (5) El efecto de la disponibilidad de precios de productos en sitios web de supermercados; (6) Un comentario sobre las recientes revisiones a la calificación crediticia de México y Pemex; y (7) Políticas económicas en México para enfrentar el panorama adverso ocasionado por el COVID-19. Consideramos que estos análisis son muy valiosos, sobre todo en tiempos de alta incertidumbre como el actual al proveer de perspectivas muy interesantes en diversos temas. Por ejemplo, en el caso (2), que fue una parte integral de la perspectiva de crecimiento de Banxico.

**Mantenemos nuestra expectativa de un recorte acumulado de 100pb en los próximos meses.** Reiteramos nuestra expectativa de dos bajas consecutivas de 50pb cada una en las próximas decisiones que se llevarán a cabo en junio y agosto. Esto llevaría la tasa de referencia a 4.50%, donde esperamos que termine el año. Si bien seguimos considerando que podríamos observar otra decisión fuera de calendario, la probabilidad de esta situación ha disminuido moderadamente tras observar el tono de este reporte. El uso de escenarios fue relativamente sorpresivo, sobre todo tomando en cuenta la parte más baja del ‘rango’. El punto medio “posible” sería de -7.2% bajo el supuesto de que todos los escenarios fueran igualmente probables, muy cercano a las expectativas del mercado. Sin embargo, advertimos que este cálculo es únicamente como referencia ante la repetida advertencia del banco central al respecto. Por el contrario, consideramos que las revisiones a la trayectoria de inflación fueron más significativas por sus potenciales implicaciones de política monetaria. No obstante, estamos a la espera de más información para evaluar posibles cambios a nuestros pronósticos, considerando también que las minutas de la última reunión serán publicadas mañana.

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

**Mantenemos largos en el Udibono Nov'35 y la expectativa de una parte corta de la curva anclada.** Tras un desempeño más positivo en días previos en línea con el fortalecimiento reciente del tipo de cambio, el mercado de renta fija en México observa una toma de utilidades este miércoles siguiendo cierta moderación en el apetito por riesgo global y reaccionando a los ajustes en la trayectoria de inflación de Banxico. Con ello se observan presiones de 6pb en promedio en la curva de derivados de TIEE-28 y de alrededor de 11pb a partir de instrumentos de largo plazo en el caso de los Bonos M. Por su parte, la curva real muestra un desempeño más defensivo. Esta situación es consistente con nuestra visión sobre una parte corta de la curva que se mantendrá anclada ante la expectativa sobre mayores recortes de Banco de México, a pesar de un descuento que, con -118pb acumulados para 2020, aún nos parece que incorpora una valuación cara. Más aún, este descuento se ha fortalecido de la mano con el *rally* en tasas locales en estas últimas jornadas habiendo operado con recortes implícitos de -107pb al final de la semana pasada. En términos de estrategia, mantenemos nuestra recomendación de inversión sobre [posiciones largas en el Udibono Nov'35](#).

En el mercado cambiario, la óptica más optimista sobre la coyuntura global junto a un escenario más favorable en las condiciones financieras se ha visto expresado en un debilitamiento del USD impulsado por una marcada recuperación en divisas emergentes. En este contexto, el peso mexicano opera en niveles no observados desde marzo y actualmente sobre la región de 22.30 por dólar, regresando desde 22.11 en el intradía ayer. Con este movimiento el MXN se deprecia 0.6% respecto al cierre previo, mostrando una reacción moderada al Informe de Banxico. El canal de apreciación reciente del MXN ha resultado en una recuperación de 8% en mayo, limitando a 15% su depreciación en 2020 la cual marcaba 22% al cierre de abril. Con ello se mantiene como la tercera moneda más débil en el universo de EM en el año detrás de ZAR (-20%) y BRL (-24%). Creemos que la fuerte apreciación forma parte del proceso de alta volatilidad que prevalece bajo una coyuntura que no ha observado un cambio estructural en términos de sus principales primas de riesgo, aunque ha beneficiado al MXN ante su alta sensibilidad a factores globales en donde el mercado anticipa un escenario de recuperación económica. Identificamos niveles atractivos para compra de USD debajo de USD/MXN 20.20 reconociendo la posibilidad de que el cruce alcance el siguiente nivel relevante en 22.00, aunque conservando la expectativa de una trayectoria para el MXN con mayores presiones y volatilidad en los siguientes meses.

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

<b>Dirección General Adjunta de Análisis Económico y Relación con Inversionistas</b>			
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
<b>Análisis Económico y Estrategia Financiera de Mercados</b>			
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
<b>Análisis Económico</b>			
Juan Carlos Alderete Macal, CFA	Director Análisis Económico	juan.alderete.macal@banorte.com	(55) 1103 - 4046
Francisco José Flores Serrano	Subdirector Economía Nacional	francisco.flores.serrano@banorte.com	(55) 1670 - 2957
Katia Celina Goya Ostos	Subdirector Economía Internacional	katia.goya@banorte.com	(55) 1670 - 1821
Luis Leopoldo López Salinas	Analista Economía Internacional	luis.lopez.salinas@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2707
<b>Estrategia de Mercados</b>			
Manuel Jiménez Zaldívar	Director Estrategia de Mercados	manuel.jimenez@banorte.com	(55) 5268 - 1671
<b>Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio</b>			
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.orozco.velez@banorte.com	(55) 5268 - 1698
<b>Análisis Bursátil</b>			
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
<b>Análisis Deuda Corporativa</b>			
Tania Abdul Massih Jacobo	Director 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	Gerente Deuda Corporativa	gerardo.valle.trujillo@banorte.com	(55) 1670 - 2248
<b>Estudios Económicos</b>			
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
<b>Banca Mayorista</b>			
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