

## Nota Especial

### Tres Comentarios Sobre México Hacia el 2018

- El año que acaba de comenzar se considera crucial para México. Las elecciones presidenciales y las renegociaciones del TLCAN son, sin duda, los principales temas de este año. Sin embargo, en este análisis recopilamos nuestros puntos de vista sobre otros factores relevantes, a menudo interrelacionados.
- La actividad económica parece inalterada en la superficie pero debajo de ello hay diferentes conductores. A pesar de una actitud cautelosa, estimamos que la actividad económica se mantenga estable, expandiéndose en 2.4% en 2018.
- En el frente externo, cuanto más pensamos acerca de la reforma fiscal de EUA, más fuerte es nuestra convicción de que el efecto neto sobre México durante el 2018 podría ser positivo. Por lo tanto, el TLCAN y la Reserva Federal siguen siendo los principales riesgos.
- La persistencia de la inflación requiere un Banxico más flexible. Nos sorprendió la postura mucho más dura del banco central (esencialmente basada en preocupaciones inflacionarias) y, con todo, su insistencia en que todavía estima que la inflación anual cerrará el 2018 cerca del objetivo del 3%. Todavía esperamos que Banxico suba la tasa de referencia en 25pb el 8 de febrero, a 7.50%.

---

Sergio Luna  
+52-55-2226-6799  
sergio1.luna@citibanamex.com

Gracias a  
Eduardo González

---

Esta nota es una traducción libre realizada por el analista del texto original publicado en Citivelocity con el nombre "Mexico Economics ViewThree comments on Mexico, circa 2018".

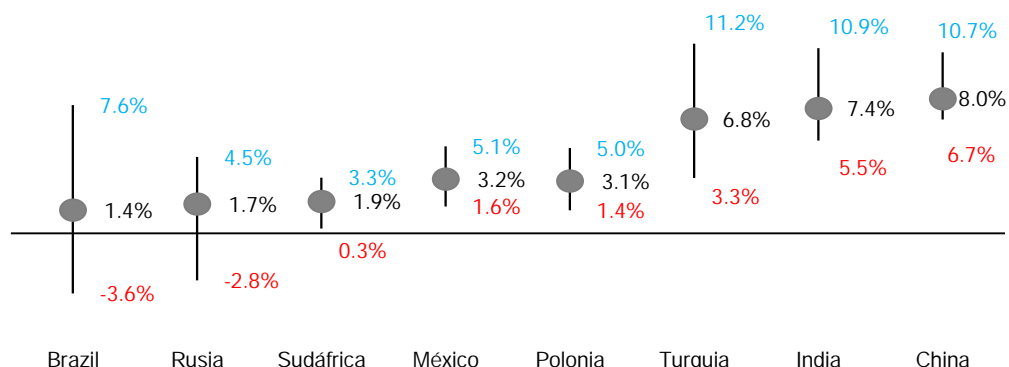
## Tres Comentarios Sobre México Hacia el 2018

**El año que acaba de iniciar será crucial para México.** Naturalmente, lo primero que viene a la mente es la elección en julio y la forma en que podría afectar al peso mexicano; una moneda subvaluada, líquida y que está destinada a reaccionar ante eventos claramente definidos (elecciones, pero también la renegociación del TLCAN) que serán seguidos de cerca por los participantes en el mercado. Ya hemos expresado algunas opiniones sobre esto<sup>1</sup> y, sin duda, este es un tema que revisaremos constantemente durante el 2018. Sin embargo, es importante no perder de vista otros factores relevantes, a menudo interrelacionados. A continuación hacemos una breve recapitulación de nuestros puntos de vista sobre el país en otras áreas.

### Actividad económica: sin cambios en la superficie, ¿diferentes conductores debajo de ésta?

**A pesar de un estado de ánimo cauteloso, es probable que el crecimiento económico se mantenga estable en el 2018.** Estimamos que la economía se expandió 2.1% en 2017. Un análisis de los datos nos lleva a confirmar nuestra expectativa de una tasa de crecimiento generalmente similar en 2018, de 2.4% - a pesar de la incertidumbre sobre las renegociaciones del TLCAN y las elecciones presidenciales. En retrospectiva, esta década ha demostrado que asumir tasas de crecimiento más o menos estables para México funciona mejor que predecir mayores oscilaciones (gráfica 1). En una comparación de las tasas de crecimiento promedio para varios grandes mercados emergentes, México a la mitad de la tabla, con una tasa de crecimiento de 3.2% para el período 2010-2017 (usando nuestras estimaciones para las tasas de crecimiento del 2017). Pero la característica distintiva del país es el rango relativamente estrecho a través del cual esa tasa de crecimiento ha fluctuado: un mínimo de 1.6% y un máximo de 5.1%. La tasa de crecimiento acumulada de México en lo que va de la década es en realidad la cuarta más grande en la muestra con un 24.9% frente al 23.8% de Polonia. Además, el desempeño promedio de México en lo que va de la década se compara favorablemente con el correspondiente de la década anterior: durante 2001-2007, el crecimiento del PBI promedió 2.0%<sup>2</sup>.

Gráfica 1. Tasas de Crecimiento del PIB 2010-2017



Fuente: Citibanamex con datos de Haver y Citi Research.

<sup>1</sup> Ver: "Mexico Economics View - The power and the glory: the economics of the 2018 election", del 27 de noviembre de 2017

<sup>2</sup> La cifra es menor aún para el período 2001-2009 (1.1%) debido a la Gran Recesión

**La combinación de fuentes de crecimiento, sin embargo, ha experimentado varios cambios, los cuales son relevantes para los equilibrios macroeconómicos.** La gráfica 2 compara el desempeño de la tendencia-ciclo de los componentes de la demanda agregada para los dos períodos en discusión: 2001-2007 y 2010-2017. También incluimos el promedio para el período más reciente, 2014-2017, ya que ayuda a resaltar la naturaleza del ajuste macroeconómico reciente:

Lo primero que hay que señalar es que el **consumo privado (C)** ha crecido exactamente a la misma tasa en los dos períodos (3%). Solo en el pasado reciente (2014-2017) ha experimentado una leve aceleración (3.1%). La diferencia está en su estabilidad: el coeficiente de variación disminuye del 43% en el primer período al 31% en el segundo. Dado que este componente representa el 67% del PIB, ello explica en gran medida la firmeza de las tasas de crecimiento recientes. Dos puntos importantes:

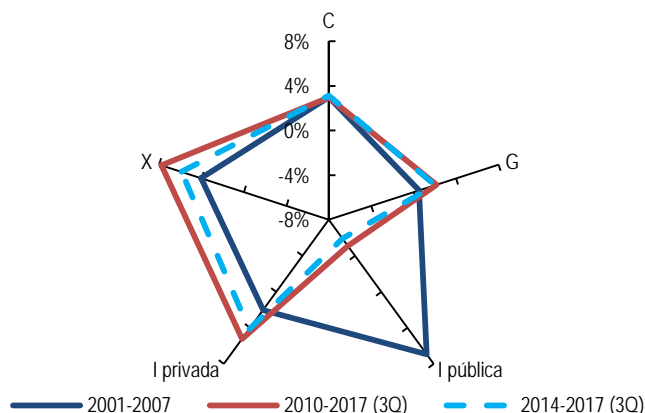
- (a) **El sólido impulso del consumo privado sugiere determinantes multifactoriales, en lugar de un solo conductor.** Creación formal de empleos con un promedio de 69 mil por mes entre 2014 y 2017, una caída en la tasa de informalidad del 59.9% de la PEA en 2010 al 56.9% en 2017, un aumento en el apalancamiento (crédito al PIB) aunque a una tasa decreciente, remesas creciendo a una tasa promedio anual de 16.7% desde 2014 (en moneda local), así como el comportamiento de los salarios reales, son algunos de los factores que proporcionan vientos a favor o en contra en las diferentes etapas en los últimos años.
- (b) **En este sentido, pronto sabremos qué tipo de impulso debería esperarse del consumo privado en 2018.** Este componente registró un desempeño relativamente débil en el 3T17, una tasa de crecimiento trimestral del 0.7% sobre la serie ajustada por estacionalidad, pero teniendo en cuenta los impactos (desastres naturales) que afectaron al trimestre, este fue un resultado sólido y, por lo tanto, no es probable que constituya un cambio de trayectoria. En consecuencia, la magnitud del repunte en el 4T17 determinará cuánto impulso hay todavía: pronosticamos un incremento trimestral de 0.6% (serie ajustada por estacionalidad) en ese trimestre, lo cual respaldaría nuestra expectativa de una tasa de crecimiento del consumo privado de 2.8% para todo el 2018.

La diferencia más dramática en la figura 2 involucra la **inversión pública (I pública)**, la cual cambió de promediar 6.9% en 2001-2007 a 5.1% en lo que va de esta década. Aún peor, la tendencia se intensifica en 2014-2017 a medida que la tasa de crecimiento promedio alcanza -5.9%. Esto está en línea con el esfuerzo de consolidación fiscal que también afecta el consumo del gobierno (G). Sin embargo, la última muestra una trayectoria opuesta: hasta el momento en esta década la expansión promedio alcanza 2.2% vs. 0.5% en 2001-2007. Dado el tamaño relativamente pequeño del gobierno mexicano (en conjunto “G” y “I” pública suman el 15% del PIB) la conducta de estas variables tiene una influencia limitada sobre el ciclo económico en el agregado. Sin embargo, sí afecta la eficiencia en la que la economía opera. Por ejemplo, para todo propósito tiene la tarea de la acumulación del capital al sector privado.

**Inversión privada (I privada)** tiene un comportamiento favorable, con una expansión promedio a lo largo de la década de 5.2% vs. 2% en 2001-2007. Sin embargo, durante algunos años se desaceleró, al punto de que a finales de 2016 fue esencialmente nulo. Nosotros creemos que, en México como en cualquier otra parte, la aparente paradoja de niveles razonables de actividad coexistiendo con altos niveles de incertidumbre política (o geopolítica) es explicada por “espíritus animales” reprimidos. También pensamos que esta situación no es sostenible: ya sea que resulte en una restricción del lado la oferta que eventualmente limitaría el crecimiento – lo cual es obviamente relevante para la función de reacción de Banxico – o en incrementos en la capacidad de utilización que puede forzar a las empresas reacias a desplegar más capital. En el contexto mexicano, muchas fuerzas están en

juego en ambos lados de la ecuación: incertidumbre acerca del TLCAN y las elecciones presidenciales son obviamente vientos en contra mientras la implementación de las reformas estructurales operan a favor. Pero hay otro muy importante determinante asociado al sector externo que no debe ser pasado por alto.

Gráfica 2. México: Fuentes de Crecimiento

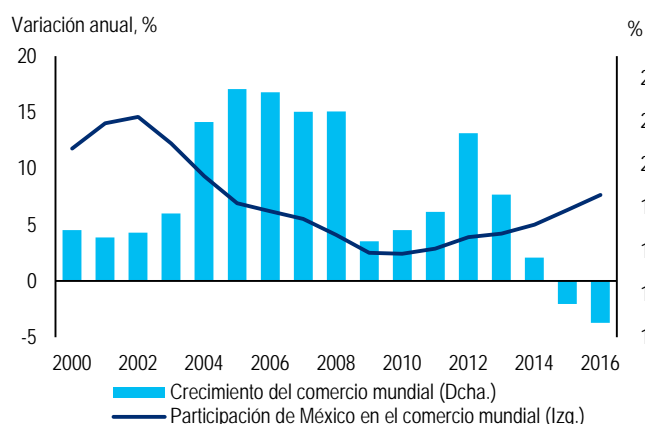


Fuente: Citibanamex con datos de INEGI y Citi Research.

**Como fuente de crecimiento, la demanda externa (X) ha sido más favorable para México en la década actual.** La gráfica 2 muestra que las exportaciones han imprimido una tasa de crecimiento promedio de 7.8% en 2010-2017 vs. 4% en 2001-2007. Importaciones (no ilustradas) también se han acelerado a 6.1% en 2010-2017 desde 4.2% en el periodo anterior, pero el desempeño comparativamente mejor de las exportaciones confirma que las exportaciones netas – la cual realmente importan como fuente de crecimiento – han mejorado. Esto parece ser contra intuitivo, debido a que la primera década de este siglo es usualmente considerada como los “años dorados” de la globalización. Sin embargo, hay que considerar que una de las razones claves para esta opinión es la entrada de China al OMC en 2001 y para México esto fueron realmente malas noticias: la cuota de mercado de México en el comercio global cayó a 1.7% para el 2007 desde 2.3% en 2000. Desde entonces sin embargo, se ha recuperado a 1.9% para el 2016 (gráfica 3); en medio de un entorno global más retador, México se ha beneficiado de las ganancias de la cuota de mercado (es decir competencia). Lo que hace esto particularmente impresionante es que sucedió a pesar de arrastre creado por la implosión del sector petrolero. Una caída en la producción petrolera de un máximo de 3.5 millones de barriles por día (mbd) en octubre de 2004 a 1.9 mbd en octubre del año pasado es equivalente a un deterioro masivo en términos de intercambio: en la ausencia de este efecto, la balanza comercial de México sería superavitaria (gráfica 4).

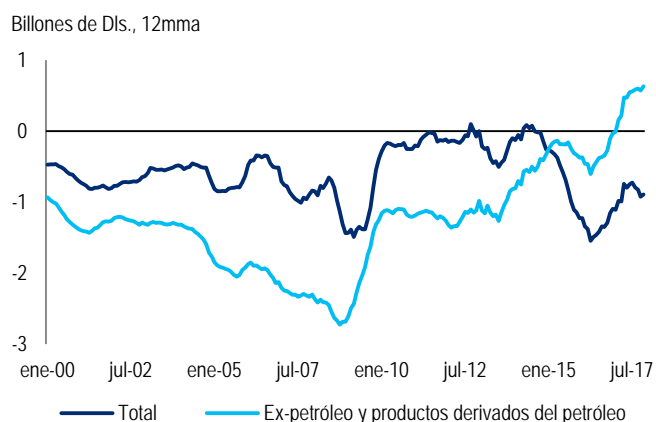
**Considerando todo, el sector externo de México aparenta estar en buena forma.** Junto con el esfuerzo de consolidación fiscal y las tendencias que hemos discutido para diferentes componentes de la demanda agregada, esta sugiere unos déficits gemelos muy manejables para 2018: como proporción del PIB, un déficit primario y balanza de cuenta corriente de 0.4% y -1.9% respectivamente. Volviendo a la demanda externa, gráfica 2 muestra que los últimos años su contribución al crecimiento general ha sido más modesta. Respecto a esto, ¿un choque a este componente podría reactivar la inversión privada en 2018 a pesar de la incertidumbre geopolítica (TLCAN) y política (elecciones)? Esta pregunta es relevante desde que tal choque podría estar en camino.

Gráfica 3. Desempeño Comercial Contra cíclico de México



Fuente: Citibanamex con base en datos de WTO y Citi Research.

Gráfica 4. México: Balanza Comercial



Fuente: Citibanamex con base en datos de INEGI y Citi Research.

## El frente externo: TLCAN (y la Fed) aún son los principales riesgos

**Entre más pensamos acerca de la reforma fiscal en EUA, más fuerte es nuestra convicción de que su efecto neto en México durante el 2018 puede ser positivo.** En diciembre del año pasado argumentamos que los efectos directos en la tributación comparativa (es decir la tasa impositiva corporativa en EUA está por debajo de la de México) podría ser limitada<sup>3</sup>. Aunque este cambio sucediera este año en vez del siguiente, aún creemos que es poco probable que este genere un éxodo de compañías de México a EUA y en consecuencia la respuesta política es probable que suceda vía medidas administrativas (es decir más trabajo para el SAT, la autoridad recaudatoria local) en vez de cambios legislativos. Mientras tanto, nuestros colegas en EUA esperan que el estímulo fiscal permita a la industria de producción de EUA obtener su mejor desempeño desde 2014 con una tasa de crecimiento de 2.4%. Para el sector externo de México, este podría ser choque necesitado. En nuestros estimados para crecimiento del PIB y fuente de demanda agregada para este año (Cuadro 1), ahora pronosticamos una contribución de 0.3pp de exportaciones netas al crecimiento general del PIB de -0.6pp de arrastre del año pasado. El resto de los componentes experimentan únicamente ajustes marginales, llevando nuestro estimado de 2.4% de crecimiento del PIB para el año entero.

Cuadro 1. PIB y Demanda Agregada: Estimaciones de Crecimiento 2018

	Tasa de crecimiento (en porcentaje)		Contribuciones al crecimiento del PIB (en puntos porcentuales)	
	2017	2018	2017	2018
Producto Interno Bruto (PIB)	2.1	2.4		
Consumo Privado	3.0	2.8	2.0	1.9
Inversión privada	0.7	4.5	0.1	0.7
Gasto del gobierno	-1.9	-1.6	-0.3	-0.2
Exportaciones Netas (MXNBn; precios constantes 2013)	-715.3	-50.5	-0.6	0.3
Exportaciones de bienes y servicios	4.4	7.0	-	-
Importaciones de bienes y servicios	6.2	6.2	-	-
Cambios en inventario y discrepancias estadísticas	604.0	-29.4	0.8	-0.3

Fuente: Citibanamex con datos de Citi Research.

<sup>3</sup> Ver: "¿Quién le teme a Virginia? Impactos de la reforma fiscal sobre México", 11 de diciembre de 2017.

**Nuestra principal preocupación sigue siendo las negociaciones del TLCAN.** Somos precavidos en asumir que la robustez de la demanda externa generará “espíritus animales” y en consecuencia, la inversión privada<sup>4</sup> al tiempo que los locales están aún preocupados acerca de la reforma fiscal en EUA, la renegociación del TLCAN y las elecciones. En el frente externo, compartimos las preocupaciones acerca del resultado del TLCAN. Las reuniones intra-rondas llevadas a cabo en Washigton D.C. el pasado diciembre (11-15) esencialmente involucraron discusiones técnicas, con progreso en algunas áreas tales como energía, telecomunicación, comercio digital entre otras pero sin ningún gran avance en los principales temas. Al respecto de esto, la sexta ronda de negociaciones que se llevará a cabo en Ottawa durante el 23-28 de enero será crucial en este punto. Pensamos que la probabilidad de tener un acuerdo firmando a inicios del 2018 ha caído y por consecuencia, la probabilidad de concluir la etapa de renegociación en 1T'18 es también pequeña. Con temas políticos aproximándose tanto para México como para EUA, el recurrir a un tiempo fuera sigue siendo una posibilidad pero en medio de un significativo mayor nivel de incertidumbre de la que originalmente vislumbramos. Así, reducimos la posibilidad de una “aprobación fácil” a 10% desde 25% anterior e incrementamos los escenarios de “brusco camino, pero aprobado” y “negociación terminando mal” a 50% y 40% respectivamente<sup>5</sup>.

**Los riesgos asociados a la Fed son importantes para tener en mente.** Hasta el momento la Fed ha realizado un gran trabajo en lo que se refiere a llevar a cabo un proceso suave de normalización. Pero la renovación de la Junta de la Fed y en particular el estímulo fiscal en un periodo tan tardío del ciclo del negocio implica riesgos materiales de que EUA incremente tasas a un mayor ritmo. De acuerdo a su última minuta, esto es al parecer una preocupación que compartimos con Banxico. Dicho lo anterior.

- **Los riesgos de estabilidad financiera en el sentido más estricto están relativamente limitados.** Las empresas mexicanas han reducido su exposición a deuda en moneda extranjera desde 2014, precisamente cuando el peso aceleró su tendencia de depreciación contra el dólar. El uso de las coberturas cambiarias ha reducido aún más los riesgos cambiarios del sector privado, mientras que en el sector público, la consolidación fiscal, junto con un perfil robusto de deuda pública (21% denominado en moneda extranjera para el gobierno federal, a tasa fija, con 1.6 miles de millones de dólares con vencimiento en 2018), sugieren que los riesgos del balance general asociados a la depreciación de la moneda son manejables.
- **Banxico, o al menos algunos de sus miembros de la Junta, aparentemente están inclinados a vincular las decisiones de política monetaria con las de la Fed, independientemente de las circunstancias.** De hecho, si la normalización de la política de la Fed avanza más rápido de lo esperado (tres aumentos de 25pb en 2018 según nuestros colegas estadounidenses), podría ser necesaria una respuesta de política monetaria. Pero si este riesgo no se materializa, creemos que no sería necesario que Banxico replicara las acciones de la Reserva Federal.

## **La persistencia de la inflación requiere un Banxico más flexible**

**Nos sorprendió la retórica y las proyecciones de inflación de Banxico, más que su decisión.** Aunque estimamos que Banxico mantendría la tasa sin cambios en diciembre, sabíamos que se trataba de una decisión cerrada. No obstante, lo que realmente nos sorprendió de la decisión de subir la tasa (25 puntos base (pb) en una decisión no unánime) fue el combo de una postura mucho más agresiva (esencialmente basada en preocupaciones inflacionarias) y aun así, la insistencia de Banxico de ver una inflación anual que cierre 2018 cerca del objetivo del 3%.

---

<sup>4</sup> La contribución de 0.8pp de la inversión privada al PIB en la gráfica 5 supone una tasa de crecimiento del 4.5% para este componente, pero esto es esencialmente el resultado de un efecto base (en 2017 registró una tasa de crecimiento del 0.8%) en una serie volátil.

<sup>5</sup> Para nuestro escenario original y su fundamento, ver: “Global Economics View- A Recalibrated Roadmap to NAFTA 2.0.”, 24 de octubre de 2017.

¿Qué hemos aprendido desde entonces?

- **La inflación terminó 2017 alcanzando un nuevo pico.** La inflación anual alcanzó 6.77% en diciembre, por encima de su pico anterior de 6.66% en agosto pasado. Esto, junto con mucho ruido en los medios locales sobre aumentos de precios para varios artículos clave (gasolina, tortillas, gas doméstico, entre otros), se suma al estado de ánimo temeroso sobre la inflación que resuena dentro de la Junta de Gobierno del banco central;
- **Todavía, nuestra evaluación sigue siendo válida<sup>6</sup>: la inflación bajará en 2018, pero a un ritmo más lento de lo que proyecta Banxico.** Más del 100% de la diferencia entre nuestro pronóstico original para el período agosto-diciembre de 2017 (es decir, el período durante el cual se esperaba que la inflación mostrara una tendencia a la baja) y su desempeño actual está asociado a la inflación no subyacente<sup>7</sup>. En nuestra opinión, esto es extremadamente importante, ya que sugiere que los procesos de reversión a la media – que en gran medida no son afectados por las decisiones de política – están en juego. Todo lo demás constante, junto con los efectos base, deberían conducir a una inflación más baja en 2018; sin embargo, pero la tasa de caída necesaria para que estos factores permitan que la inflación cierre cerca del 3% es cada vez menos realista, en nuestra opinión;
- **¿Van a permanecer otras cosas constantes?** Varios de los artículos que se han mencionado en la prensa a principios de 2018 tales como los aumentos sustanciales de precios están dentro del segmento no subyacente. El ruido ha sido particularmente fuerte con respecto a los precios de la energía, pero los datos sugieren una imagen más matizada. Los precios de la gasolina se han movido cada vez más a la par con referencias internacionales (transformadas a moneda local para reflejar el efecto de tipo de cambio). Y nuestras propias encuestas no muestran un comportamiento similar al observado para el mercado nacional de gas, que se liberalizó el año pasado (figura 6), pero donde se encuentran grandes diferencias en los precios entre las ciudades que dependen de las condiciones locales de competencia: creemos que la prevalencia de poder de mercado en varias de estas localidades explica el sesgo alcista en el rango de precios registrados para este artículo en relación con la referencia internacional tomada a mediados de 2017. Nuestros cálculos iniciales para enero sugieren que este problema continuará para el gas doméstico, pero que no se ha extendido al mercado de gasolina liberalizado recientemente.

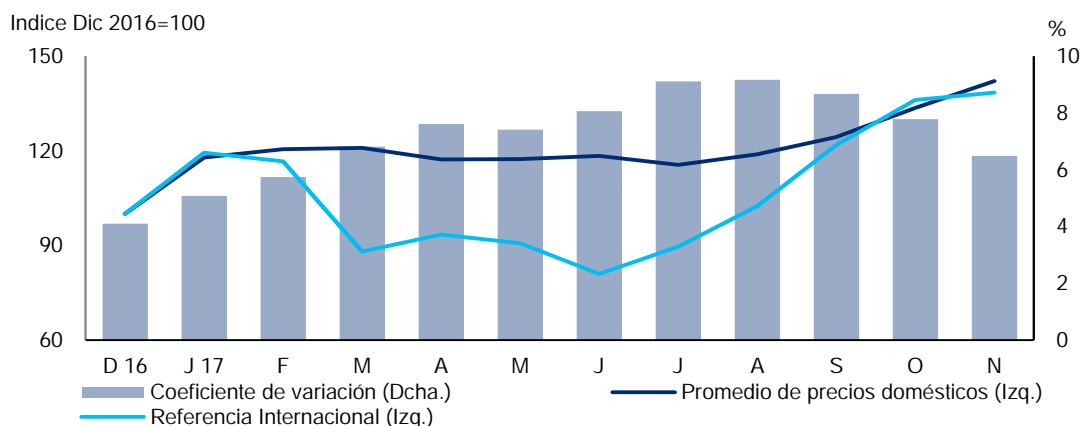
---

Gráfica 5. Precios Nacionales del Gas LP: A Nivel Nacional (Referencia Internacional y Dispersión a

<sup>6</sup> Ver nuestra nota: *“Un memorable final a un notable año: pensamos que Banxico se mantendrá en 7%, 13 de diciembre de 2017.*

<sup>7</sup> En agosto pasado, anticipábamos que la inflación general anual cerraría 2017 en 6% y la subyacente en 5%. La inflación general y subyacente cerraron el año en 6.77% y 4.87%, respectivamente.

través de 39 Ciudades)



Fuente: Citibanamex con datos de INEGI y Citi Research.

- **Hasta el momento, no hay evidencia de efectos de segunda ronda.** Banxico tiene un motivo para preocuparse por los comentarios mediáticos sobre la inflación, ya que las expectativas podrían convertirse en un canal de contagio. Sin embargo, nuestro mapa de calor para la segunda quincena de diciembre (gráfica 7) sugiere que la frecuencia de incrementos de precios muy altos aún está por abajo del pico y que ha habido algo de progreso en la proporción de artículos cuyos precios crecen entre 0 y 4%.

**Donde todavía tenemos dudas es en la naturaleza de la función de reacción de Banxico.**

Esto es particularmente extraño, ya que los cuatro miembros actuales de la Junta ya estaban participando en las decisiones de política monetaria previas. La minuta de la última junta de política monetaria proporciona color pero aún deja varias preguntas sin respuesta<sup>8</sup>. En términos generales, la Junta de Gobierno parece que está optando por tolerar tasas de interés más altas para no sacrificar credibilidad, lo que un miembro de la Junta identifica como “el coeficiente de sacrificio”. El eslabón perdido desde nuestro punto de vista, y de nuevo, hay un miembro de la Junta que trajo este tema a la mesa, es evaluar si el horizonte en el cual Banxico espera alcanzar su meta de inflación es realista. Además si tenemos en cuenta que las expectativas a mediano plazo de inflación permanecen estancadas en alrededor del 3.5%, la política monetaria implícita, es compatible con bajar la inflación rápidamente hasta el 3% (no 3.5%) lo que probablemente requerirá tasas significativamente más altas en estos momentos. En la ausencia de una función de reacción que indique qué tan alto Banxico está dispuesto a ir, le corresponderá al mercado señalar referencias potenciales ya sea mediante una curva invertida<sup>9</sup> o leyendo un régimen de política más volátil (es decir, el paso aumenta en las tasas de política seguido por recortes drásticos una vez que se abre la ventana)<sup>10</sup>.

Gráfica 6. Termómetro de Precios ( Las áreas representan el porcentaje de productos que crecen a ese

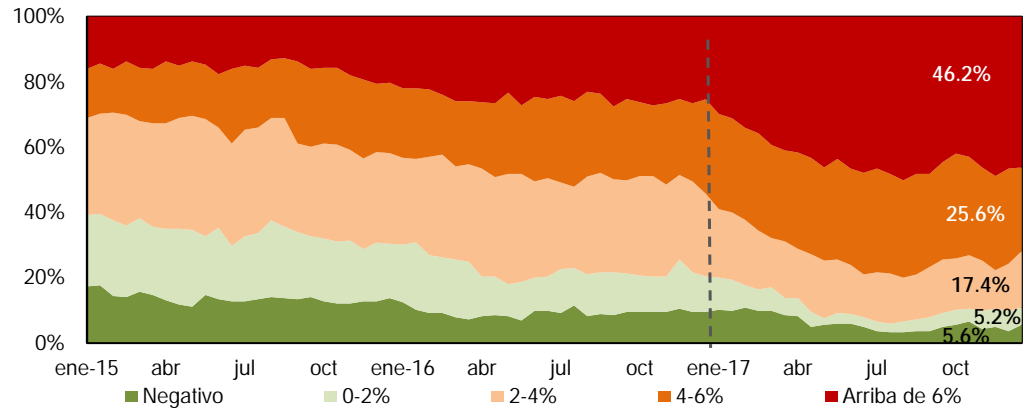
<sup>8</sup> Ver la nota: “Mexico Economics Flash - Banxico Minute: Four Shades of Hawk”, 28 de diciembre de 2018.

<sup>9</sup> No tuvimos que esperar mucho para esto: durante la primera semana del año, 2s / 10s cerraron a -2 pb, su primer resultado negativo desde diciembre de 2001

<sup>10</sup> No sospechamos que nuestro análisis comparativo de las políticas en México y Brasil sería relevante a principios de año. Vea el ensayo “¿Podría 2018 traer una tasa de política más baja en Brasil que en México?” En: Perspectivas y perspectivas económicas de América Latina - Perspectivas para 2018: Crecimiento en el tiempo de la política.



ritmo)



Fuente: Citibanamex con datos de INEGI y Citi Research

**Dicho todo eso, seguimos esperando que Banxico suba 25pb el 8 de Febrero y que la tasa de referencia cierre 2018 en 7.5%.** Sin embargo, ahora se suma a la incertidumbre de la política monetaria, la incertidumbre derivada de la renegociación del TLCAN y las elecciones presidenciales, lo que la hace una decisión dependiente de cómo se desarrolle cada evento.

Las estimaciones, pronósticos o proyecciones referidos en esta publicación se realizan tomando en cuenta, entre otras cosas, el comportamiento histórico de diversas variables tanto económicas como financieras de origen nacional e internacional y los supuestos para su comportamiento futuro. Estos supuestos toman el escenario internacional propuesto, principalmente de las publicaciones mensuales “Global Economic Outlook and Strategy” y “Emerging Markets Economic Outlook and Strategy” publicados por Citi Research en la plataforma de Citivelocity así como sus posibles actualizaciones publicadas en la misma plataforma. Para el escenario local, nuestros estimados consideran principalmente la información publicada en la tabla “Pronósticos Anuales” y “Pronósticos Macroeconómicos” de nuestra publicación semanal “Perspectiva Semanal” así como sus actualizaciones publicadas por nuestra dirección.

## Nota Legal

El presente reporte ha sido elaborado por analistas miembros del Departamento de Estudios Económicos y Sociopolíticos de Banco Nacional de México, S.A., integrante del Grupo Financiero Citibanamex, S.A. de C.V. que lo suscribe, con base en información de acceso público no verificada de forma independiente por parte de Grupo Financiero Citibanamex, S.A. de C.V. En este reporte se incluyen opiniones y/o juicios personales del analista que lo suscribe, a la fecha del reporte, los que no necesariamente representan, reflejan, expresan, divulgan o resumen el punto de vista, opinión o postura de Grupo Financiero Citibanamex, S.A. de C.V. respecto de los temas o asuntos tratados o previstos en el presente. Asimismo, la información contenida en este reporte se considera veraz y precisa. No obstante lo anterior, Grupo Financiero Citibanamex, S.A. de C.V. no asume responsabilidad alguna respecto de su veracidad, precisión, exactitud e integridad, ni de las opiniones y/o juicios personales del analista que se incluyen en el presente reporte. Las opiniones y cotizaciones contenidas en el presente reporte corresponden a la fecha de este texto y están sujetas a cambios sin previo aviso como resultado de la volatilidad del mercado o por cualquier otra razón. El presente reporte tiene carácter únicamente informativo y Grupo Financiero Citibanamex, S.A. de C.V. no asume responsabilidad alguna por el contenido del mismo. Las opiniones y cotizaciones de mercado aquí contenidas y los criterios utilizados para la elaboración de este reporte no deben interpretarse como una oferta de venta o compra de valores, asesoría o recomendación, promesa o contrato alguno para realizar operación alguna. Grupo Financiero Citibanamex, S.A. de C.V. no asume compromiso u otorga garantía alguna, ya sea expresa o tácitamente, acerca de ninguna de las opiniones aquí contenidas, por ello, Grupo Financiero Citibanamex, S.A. de C.V. no será responsable en ningún caso por daños y perjuicios de cualquier tipo o naturaleza, derivados de o relacionados con la información contenida en este reporte o uso de este sitio de Internet. Corresponde de forma exclusiva al lector del presente reporte, tomar cualquier decisión de inversión sobre la base de la propia evaluación (interna o a través de un asesor profesional independiente) de los beneficios económicos y riesgos inherentes (legales, financieros y de cualquier otra naturaleza), así como los aspectos legales y fiscales asociados a la operación de que se trate, y determinar con base en dicha evaluación si es capaz de aceptar y asumir dichos riesgos. Grupo Financiero Citibanamex, S.A. de C.V. se reserva invariablemente el derecho de modificar en cualquier tiempo el contenido del presente reporte. La información contenida en el presente reporte, es propiedad exclusiva de Grupo Financiero Citibanamex, S.A. de C.V., por lo que no podrá ser objeto de reproducción o distribución total o parcial alguna, sin la previa autorización por escrito de Grupo Financiero Citibanamex, S.A. de C.V. El presente reporte se distribuye por Grupo Financiero Citibanamex, S.A. de C.V. exclusivamente en los Estados Unidos Mexicanos. Por ello, está prohibida su distribución o transmisión por cualquier medio a aquellos países y jurisdicciones en los que la difusión del presente reporte se encuentre restringida o prohibida por las leyes aplicables. El incumplimiento a esta prohibición podría ser objeto de sanciones conforme a la legislación aplicable. Los analistas que contribuyen con la presente publicación pueden o no mantener inversiones, directa o por interpósita persona, en los valores o instrumentos financieros derivados cuyo subyacente sean valores objeto de este reporte de análisis. El análisis contenido en el presente reporte refleja exclusivamente el punto de vista de los analistas responsables de su elaboración, a su vez, estos últimos no perciben compensación alguna de personas distintas a Grupo Financiero Citibanamex, S.A. de C.V. o personas morales que pertenezcan al mismo Grupo financiero. El presente reporte tiene como destinatarios a clientes, autoridades gubernamentales, miembros de la academia, prensa y público en general. El presente reporte, en adición a otros elaborados por nuestra Dirección, se encuentra disponible en [http://www.banamex.com/economia\\_finanzas/es/estudios\\_economicos/resumen.htm](http://www.banamex.com/economia_finanzas/es/estudios_economicos/resumen.htm).