

18 de mayo de 2021 | 12 páginas
Economía | Nota Especial: Elecciones

Nota Especial

Navegando las elecciones intermedias de 2021: ¿Hay alguna estrategia financiera frente a las intermedias?

- **Los riesgos ante las elecciones intermedias de este año parecen estar aumentando.** En esta nota argumentamos que el interés y la expectativa que han generado estas elecciones se asemejan más al entorno de elecciones generales. En esta ocasión, se añade la percepción de que, de consolidarse el poder del partido incumbente, se pondría en riesgo el marco institucional y la certidumbre jurídica en el país.
- **AMLO y Morena se han radicalizado, pero los pesos y contrapesos han estado funcionando razonablemente bien hasta ahora.**
- **Analizamos lo que ha ocurrido en elecciones intermedias previas y comparamos esos resultados con lo que ha sucedido en los años de elecciones generales.** En general, la información sobre elecciones previas sugiere que los mercados no se interesan mucho en las intermedias. Esta vez no ha sido diferente, si bien vemos algunos escenarios en donde esto podría cambiar, al menos de forma temporal.
- **En resumen, pensamos que los activos mexicanos en pesos seguirán operando en línea con el dólar, las tasas de interés estadounidenses y las preocupaciones generales por la inflación.** No esperamos efectos persistentes de las elecciones intermedias, aunque en algunos escenarios podríamos ver movimientos abruptos en activos, particularmente en la cotización del peso.

Adrián de la Garza
+52-55-2262-9559
adrian.delagarza@citi.com

Nydia Iglesias
+52-55-2236-6397
nydia.iglesias@citibanamex.com

Andrea Kiguel
+1-212-723-1964
andrea.kiguel@citi.com

Esta nota es una traducción libre realizada por el analista del texto original publicado en Citivelocity con el nombre "Mexico Economics View: Navigating the 2021 mid-term elections: Is there a mid-term election trade?".

Navegando las elecciones intermedias de 2021: ¿Hay alguna estrategia financiera frente a las intermedias?

Los riesgos ante las elecciones intermedias de este año parecen estar aumentando. En notas anteriores hemos argumentado que estas elecciones podrían implicar cambios estructurales para el proceso de concentración del poder político por parte del Presidente López Obrador y Morena (ver aquí¹ y aquí²). En esta nota argumentaremos que el interés y la expectativa que despiertan estas elecciones intermedias han generado un escenario similar al de una elección general (i.e., concurrente con la presidencial) y que, de hecho, la percepción es que el resultado de esta elección podría ser un factor determinante de un mayor debilitamiento de las instituciones y la certeza jurídica en el país, si el partido del incumbente lograra consolidar sus posiciones de poder. No obstante, de detonarse un resultado que generara volatilidad en el mercado, pensamos que esto sería un evento de corta duración. La narrativa de “AMLO como un proceso gradual más que un evento” se mantendría vigente.

Tres semanas antes de las elecciones: ¿Dónde nos encontramos?

AMLO y Morena se han radicalizado. En los últimos meses, aproximadamente desde noviembre de 2020, el Presidente López Obrador y sus aliados han presentado al Congreso una serie de controvertidas leyes que levantaron fuertes reacciones en el sector privado, los analistas y la comunidad internacional. Esas iniciativas van desde una propuesta de reforma a la Ley de Banxico para obligar al banco central a comprar el efectivo “excedente” en dólares estadounidenses en el sistema financiero local; a la eliminación del régimen de subcontratación de las leyes laborales; la revocación de las reformas energéticas en materia de electricidad e hidrocarburos aprobadas en 2013, que permitieron a los privados participar en la producción de electricidad a partir de fuentes renovables y en la distribución de gasolinas; y hasta una amplia y profunda reforma del poder judicial que, entre otras cosas, podría renovar significativamente el actual sistema nacional de jueces. A nuestro juicio, varios de los cambios propuestos revelan una posición más radical en la determinación del Ejecutivo de transformar las perspectivas para el país. No solo desafían el *status quo* económico e institucional, sino que también ponen en peligro elementos centrales de la transición democrática y la estabilidad macrofinanciera de México.

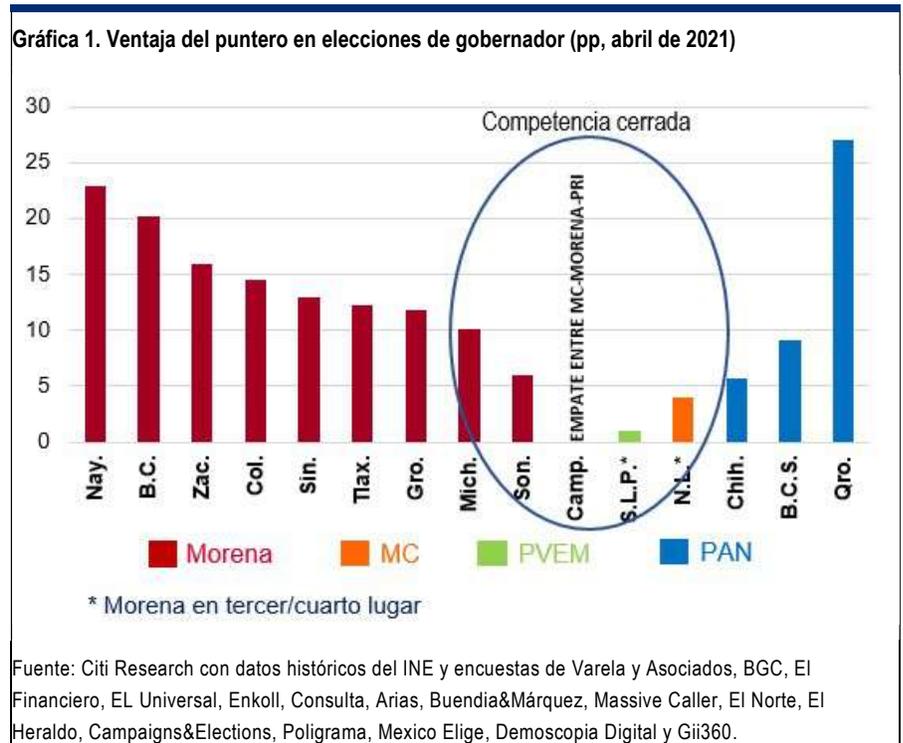
Los pesos y contrapesos han venido funcionando más o menos ... hasta ahora. Bajo presión social e institucional, un par de las iniciativas mencionadas fueron desestimadas por el Congreso. Este parece haber sido el caso del proyecto de ley sobre Banxico y también de la versión más extrema de la reforma del *outsourcing*. Quizás los ejemplos más relevantes de funcionamiento reciente de contrapesos han sido los fallos de las dos autoridades electorales federales 1) contra el abuso de las leyes electorales que ayudaron a Morena a aumentar el tamaño de su bancada en 2018 (al presentar a numerosos morenistas como candidatos de otros partidos que formaron coalición con Morena, todos se beneficiaron de la campaña presidencial y obtuvieron asientos en la Cámara, para luego integrar un gran bancada de Morena), y 2) para retirarle la candidatura de gobernador a morenistas como sanción por no haber cumplido con la obligación de reportar informes financieros de precampaña. Además, varias empresas afectadas por la reversión de las reformas energéticas han presentado amparos ante la Suprema Corte y solicitado la anulación de las

¹ Ver Nota Especial “Coordenadas de la elección intermedia 2021: Los puntos de partida” publicada el 21 de enero de 2021.

² Ver Nota Especial “Coordenadas de la elección intermedia 2021: La coalición opositora apuesta a convertirse en una bala de plata” publicada el 29 de marzo de 2021.

nuevas leyes por motivos de inconstitucionalidad. Aunque estos procesos jurisdiccionales están lejos de haber culminado, a nuestro parecer las instituciones existentes, aun debilitadas como están, han soportado relativamente bien la presión sostenida del gobierno actual. Los resultados de las elecciones legislativas de este año podrían cambiar esa situación.

En las últimas semanas el balance de la contienda electoral ha seguido inclinándose a favor de la oposición. En notas anteriores hicimos notar que la coalición encabezada por Morena venía perdiendo competitividad (ver aquí³ y aquí⁴). Esa tendencia se ha magnificado en las últimas semanas. De acuerdo a las últimas encuestas sobre las contiendas de gobernador, la ventaja de Morena se ha ido reduciendo gradual pero consistentemente a lo largo de la campaña (Gráfica 1). Esa tendencia fluida podría, de hecho, terminar alterando nuestra previsión inicial y disminuyendo el número de triunfos de gobernador para Morena, de 9 hasta 6. En cuanto a la Cámara de Diputados, en este momento, mantenemos nuestra previsión de que la coalición morenista perderá márgenes de control y que podría pasar de su actual 66% de los asientos a algo entre 53 y 56%. Con todo, aún vemos un camino turbulento por delante antes de que esos resultados se confirmen.



En nuestra opinión, es poco probable que las elecciones culminen el 7 de junio. A lo largo del año, el Presidente López Obrador ha ido articulando gradualmente el mensaje de que las autoridades electorales están del lado de sus oponentes políticos, y que trabajan en conjunto para combatir a su gobierno. La idea que subyace a ese mensaje es que la única causa de un mal desempeño electoral de Morena sería por un sabotaje. De ahí que anticipemos que Morena disputará múltiples derrotas ante el tribunal electoral (TRIFE), donde podrían pasar meses antes de que haya sentencias definitivas y, a partir de ellas, resultados oficiales. El tono del discurso presidencial en este escenario potencial, la reacción del electorado,

³ Ver Reporte “Mexico Local Market Views: The political and inflationary landscapes heat up”, publicado el 7 de mayo de 2021.

⁴ Ver Reporte “Mexico Local Market Views: Inflection points”, publicado el 29 de abril de 2021.

los márgenes disputados —todos estos serán elementos decisivos en la configuración del escenario postelectoral—. La incertidumbre podría extenderse hasta por tres meses después de las elecciones, ya que el TRIFE tendría hasta el último día de agosto para revisar las apelaciones electorales y emitir sentencias definitivas. Como ya se ha mencionado, nuestro escenario base sigue siendo una reducción relativamente marginal, aunque crucial, del tamaño de la coalición legislativa de Morena. Aun en este caso, anticipamos una serie de disputas legales. Así, dado que en el pasado el tribunal electoral ha mostrado ser débil ante la presión política del Ejecutivo, pensamos que Morena buscará apelar los resultados desfavorables para revertir en cuantos márgenes sea posible sus derrotas.

Varios escenarios podrían derivar en diferentes esquemas de un significativo riesgo político. Por ejemplo, si Morena obtiene una fuerte mayoría constitucional en la Cámara, algunas de las iniciativas radicales que todavía están pendientes de ser aprobadas en el Congreso o ratificadas por la Suprema Corte aumentan sus probabilidades de ser confirmadas, lo que, a su vez, daría lugar a respuestas duras de diversos grupos de interés. En el caso de que Morena pierda márgenes de poder relevantes, por ejemplo, si se reduce a una minoría en la Cámara de Diputados, probablemente escucharemos acusaciones de fraude por parte del presidente y los líderes de Morena. Dependiendo de su intensidad, esto podría desestabilizar aún más el ya frágil entorno político. Ambos son escenarios de cola pero no descartamos ninguno, o al menos elementos de ellos, en el resultado final. Incluso en el caso de una pérdida marginal de poder por parte de Morena, como la que anticipamos, habrá ruido político. ¿Podría esto impactar al mercado?

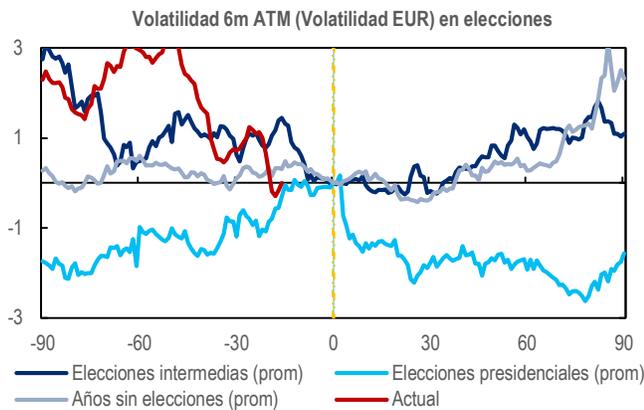
¿Hay alguna estrategia financiera frente a las intermedias?

Las elecciones pasadas sugieren que los mercados no se interesan mucho en las elecciones intermedias. Las elecciones presidenciales tienden a seguir un patrón similar en los mercados emergentes. Normalmente encontramos que los activos financieros en moneda local se encuentran bajo presión en los meses previos a las elecciones (en promedio, los mercados comienzan a mostrar interés de tres a cuatro meses antes de las elecciones). La liquidación de activos se da principalmente por empresas que cubren el riesgo y en general los locales que se dolarizan frente a la incertidumbre. Los activos entonces retroceden un poco antes del evento, una vez que hay suficientes malas noticias incorporadas. Nuestra regla general funciona bien cuando, entre los contendientes principales, hay candidatos amigables y no amigables con el mercado y las perspectivas electorales están lo suficientemente cerradas. Las elecciones intermedias tienden a ser menos claras y, por lo tanto, generan menos volatilidad en el mercado. Al comparar las elecciones intermedias pasadas en México y las elecciones generales, encontramos que esto no es diferente para el caso de México.

En lo que concierne al comportamiento del peso frente al dólar, no encontramos un patrón claro durante las elecciones intermedias... Nos centramos en las elecciones intermedias de 2003, 2009 y 2015, y observamos el movimiento de la cotización en torno a esas elecciones en comparación con las elecciones generales de 2000, 2006, 2012 y 2018. Cabe destacar que AMLO fue candidato presidencial en 2006 y 2012, así como en 2018, siendo las elecciones de 2006 especialmente cerradas. La Gráfica 2 muestra que la volatilidad del tipo de cambio aumenta aproximadamente tres meses antes de las elecciones generales, en promedio, alcanza su punto máximo alrededor del día de las elecciones y cae bruscamente en los días que siguen.

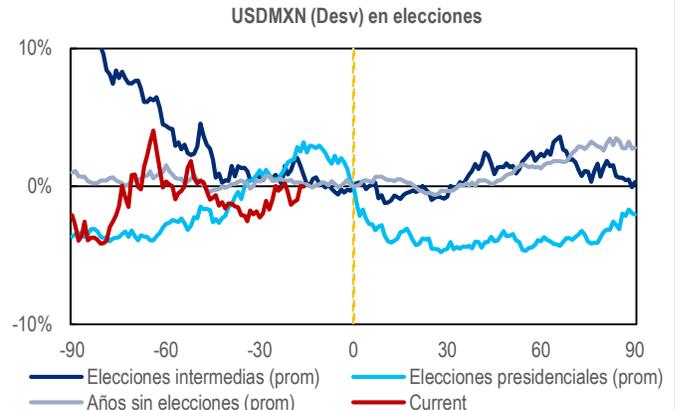
De manera similar, ha sido redituable tener una posición larga en dólares previo a las elecciones generales, aproximadamente 70 días antes del evento, y luego posicionarse para una reversión aproximadamente una semana antes de las elecciones (Gráfica 3). Encontramos que el peso mexicano se aprecia aproximadamente un 5%, en promedio, y supera a sus pares emergentes independientemente del resultado. Estos patrones no se vieron en las elecciones intermedias, donde el movimiento en los precios fue bastante débil en promedio (ver apéndice con gráficas electorales individuales).

Gráfica 2. La volatilidad se eleva particularmente antes de las elecciones generales



Fuente: Citi Research con datos de Bloomberg

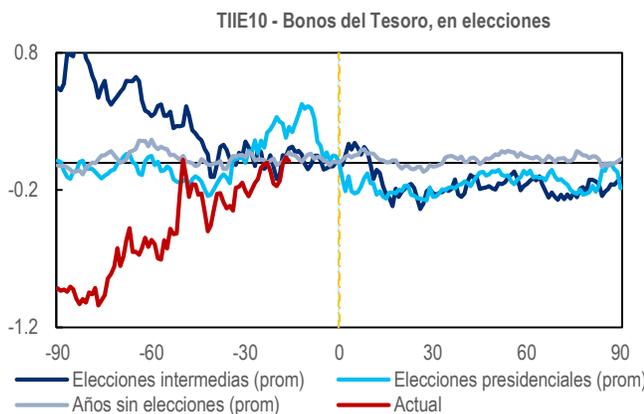
Gráfica 3. El USDMXN se mueve en elecciones presidenciales, mientras que no es demasiado sensible a las elecciones intermedias



Fuente: Citi Research con datos de Bloomberg

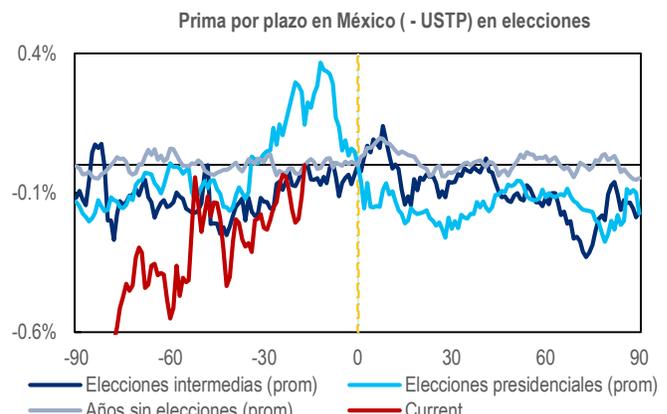
... **tampoco en tasas.** Las tasas de interés cuentan una historia similar cuando realizamos el ejercicio con las mismas elecciones, centrándonos en los diferenciales contra sus contrapartes estadounidenses para controlar por el entorno externo. Encontramos que los inversionistas deberían pagar tasas en las elecciones generales, aunque el tiempo de anticipación suele ser más corto que en el mercado cambiario (Gráfica 4). Entonces deberían recibir tasas aproximadamente una semana antes del día de la elección, ya que el mercado descuenta la alta prima exigida antes de las elecciones. En el caso de las elecciones intermedias, este patrón es menos claro, especialmente en lo que respecta a la prima por plazo, al descomponer las tasas en una tasa de corto plazo esperada y un componente de riesgo (hacemos notar que las tasas nominales estuvieron influidas por una fuerte caída de la TIIE en 2003; también en la primera parte de la elección de 2009, lo que estuvo más relacionado con la crisis financiera mundial que con las elecciones intermedias, en nuestra opinión —véase la Gráfica 16 en las gráficas del Apéndice—).

Gráfica 4. Las tasas de interés aumentan antes de las elecciones generales...



Fuente: Citi Research con datos de Bloomberg

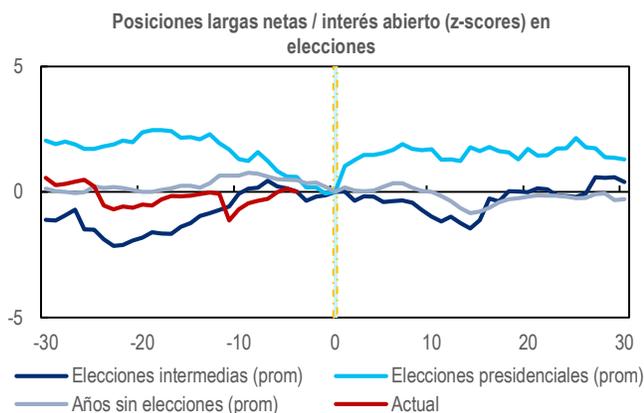
Gráfica 5. ... las primas por plazo también aumentan, aunque los patrones durante las intermedias son menos claros



Fuente: Citi Research con datos de Bloomberg

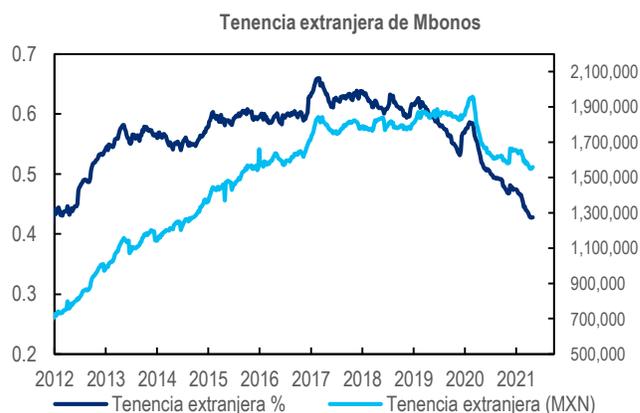
Los futuros cuentan la misma historia. Con respecto al posicionamiento de futuros, las posiciones largas del peso mexicano tienden a deshacerse antes de las elecciones generales, según datos del Commodity Futures Trading Commission (CFTC). La Gráfica 5 muestra el z-score de las posiciones largas netas del CFTC con respecto al interés abierto. Los mercados normalmente venden sus posiciones largas 12 semanas antes de las elecciones generales, para después recuperarlas. Según esta medida, las elecciones intermedias se parecen más a los años no electorales, y este año no ha sido diferente.

Gráfica 6. Los datos del CFTC tampoco muestran ningún patrón alrededor de las elecciones intermedias



Fuente: Citi Research con datos de Bloomberg

Gráfica 7. La tenencia extranjera de Mbonos está actualmente por debajo de su pico



Fuente: Citi Research con datos de Bloomberg

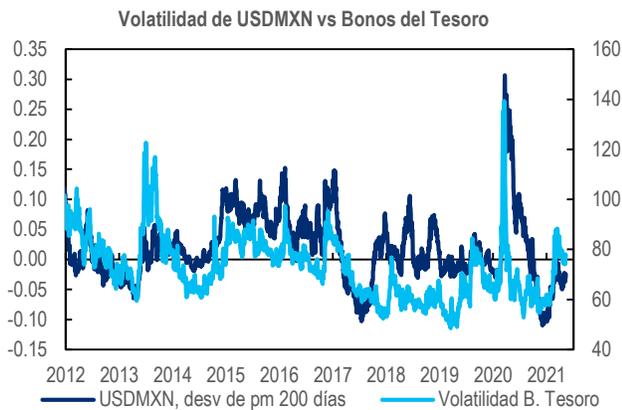
Esta vez no ha sido diferente. Estas elecciones intermedias parecen haber pasado desapercibidas por los mercados una vez más. Los mercados locales se han movido en general con las tasas estadounidenses y el apetito por riesgo mundial. Las líneas rojas de las gráficas 2 a 6 muestran la evolución de los indicadores correspondientes en la elección de 2021. Podemos ver que la volatilidad del peso mexicano aumentó a principios del año a medida que se liquidaron posiciones en tasas estadounidenses, luego retrocedió más recientemente a medida que la volatilidad de las tasas estadounidenses comenzó a disminuir (la Gráfica 8 también muestra esto). Además, si bien el peso mexicano se ha debilitado un poco con respecto a su promedio móvil de 200 días, esto fue después de un desempeño superior al de sus pares y pensamos que no está relacionado con las elecciones intermedias.

En cuanto a las tasas, la curva se empinó en los últimos meses, con la prima por plazo también aumentando versus Estados Unidos. Una vez más, pensamos que esto está más relacionado con los temores con respecto a la Fed y la inflación global (Gráfica 9). De hecho, las noticias políticas negativas, como la iniciativa de ley de Banxico y las leyes sobre electricidad e hidrocarburos, no han repercutido de forma significativa en los mercados. Observamos que parte de la divergencia entre las tasas mexicanas y las estadounidenses se ha atribuido a colocaciones de bonos en moneda nacional decepcionantes. Este ha sido el caso en otros mercados emergentes, dada la inundación de oferta proveniente de los mercados emergentes y la preocupación de que los bancos centrales se vean obligados a subir tasas. La tenencia extranjera de Mbonos se encuentra actualmente alrededor del 40%, desde aproximadamente 60% en febrero de 2020 (Gráfica 7). Dejar atrás las elecciones intermedias podría ayudar, suponiendo que el escenario base se materialice. Sin embargo,

pensamos que las presiones solo se dispararán una vez que pasemos la fase de comunicación de la Fed respecto al retiro del estímulo monetario, los temores relacionados a la inflación alcancen su punto máximo y las tasas estadounidenses se estabilicen.

En resumen, pensamos que los activos mexicanos en pesos seguirán operando en línea con el dólar, las tasas estadounidenses y las preocupaciones generales por la inflación. No esperamos efectos persistentes de las elecciones intermedias.

Gráfica 8. Recientemente, el peso mexicano se ha movido con la narrativa en Estados Unidos



Fuente: Citi Research con datos de Bloomberg

Gráfica 9. Las tasas mexicanas también han estado siguiendo la volatilidad de las tasas estadounidenses



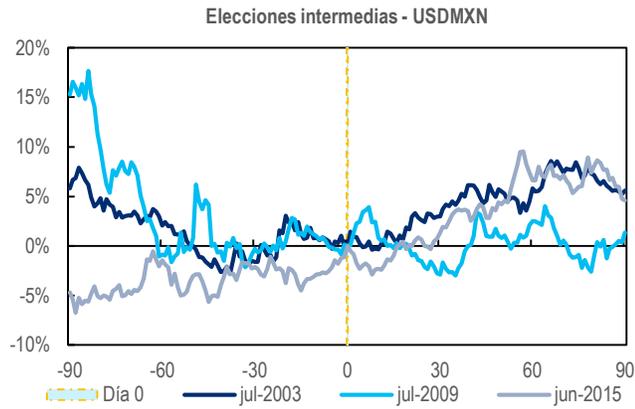
Fuente: Citi Research con datos de Bloomberg

Podríamos ver ajustes abruptos en los mercados locales si Morena controla la Cámara de Diputados. En el caso de que Morena y sus aliados logren controlar una mayoría de dos tercios en la cámara baja (lo que no es nuestro escenario base, como se ha señalado ya), podría verse una depreciación importante del peso. Pensamos que esto sería una corrección de corto plazo, dado que el pesimismo no se habría incorporado aún en los precios de los activos, y los inversionistas locales podrían vender activos mexicanos por temor a un deterioro gradual macroeconómico e institucional.

Sin embargo, esperaríamos que los extranjeros intervinieran como contraparte en estas liquidaciones (destacamos que ni siquiera una elección disputada como la de 2006 tuvo efectos significativos prolongados). Antes de volverse muy negativos hacia México, pensamos que los inversionistas extranjeros necesitarían ver señales de abandono de la prudencia fiscal o de una sostenida radicalización de AMLO, con una pérdida evidente de pesos y contrapesos. Al final, pensamos que la mayor parte de la reacción dependerá en última instancia del entorno externo. En nuestra opinión, el peor escenario para México es un escenario en el que el frente mundial es inestable, la Reserva Federal sube tasas antes de lo que espera el mercado y los inversionistas se alejan de los mercados emergentes. En este entorno, los inversionistas locales, que podrían reaccionar de forma más fuerte ante los temores de una administración radical, posiblemente adicione a la negatividad en caso de un resultado electoral desfavorable.

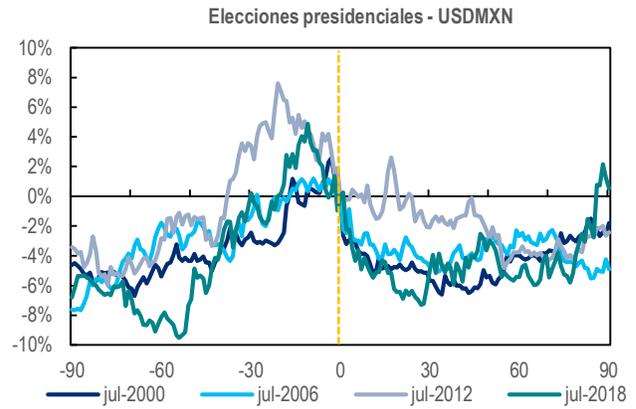
Apéndice

Gráfica 10. Elecciones intermedias - USDMXN



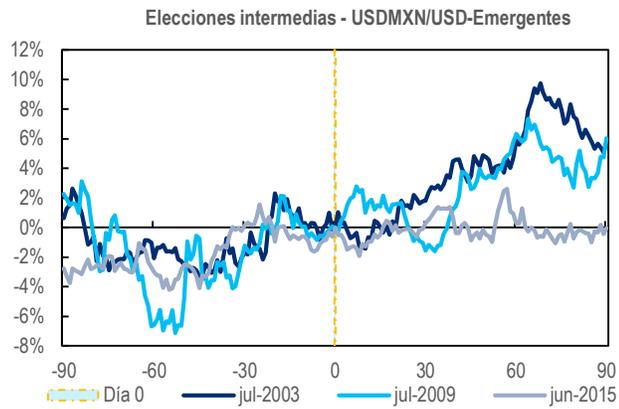
Fuente: Citi Research con datos de Bloomberg

Gráfica 11. Elecciones generales - USDMXN



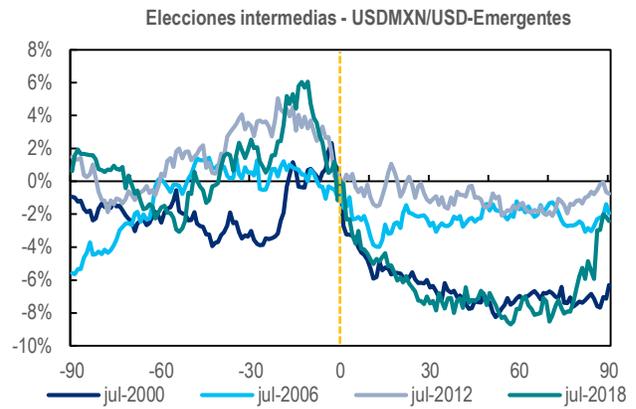
Fuente: Citi Research con datos de Bloomberg

Gráfica 12. Elecciones intermedias – USDMXN/USD-EMFX



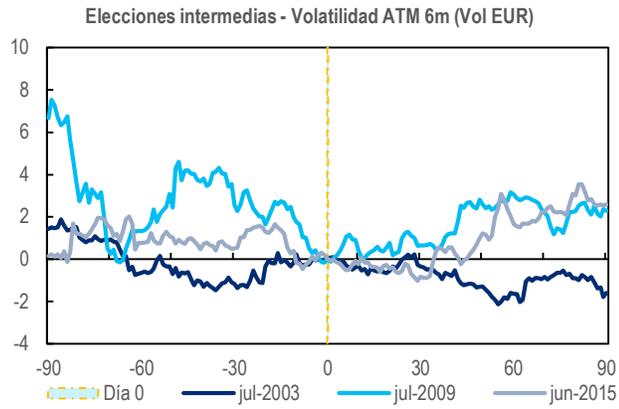
Fuente: Citi Research con datos de Bloomberg

Gráfica 13. Elecciones generales – USDMXN/USD-EMFX



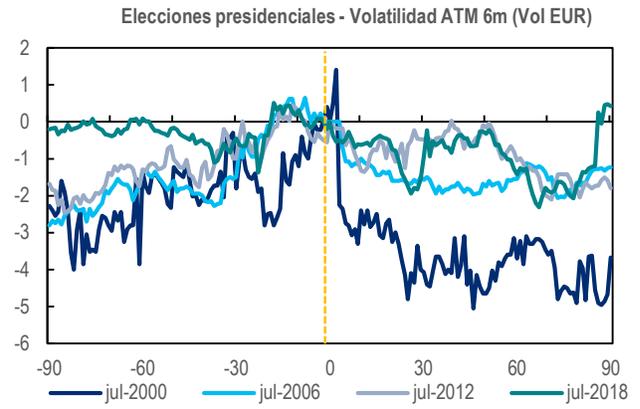
Fuente: Citi Research con datos de Bloomberg

Gráfica 14. Elecciones intermedias – 6m ATM Vol



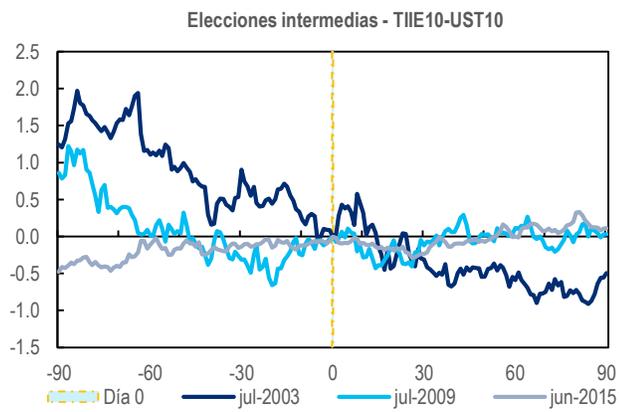
Fuente: Citi Research con datos de Bloomberg

Gráfica 15. Elecciones generales – 6m ATM Vol



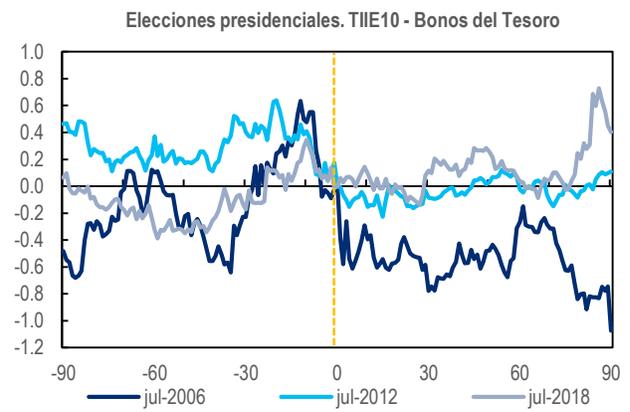
Fuente: Citi Research con datos de Bloomberg

Gráfica 16. Elecciones intermedias – TIIE10y – UST10y



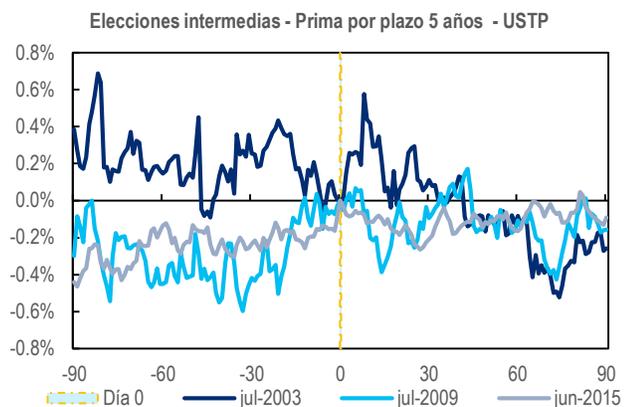
Fuente: Citi Research con datos de Bloomberg

Gráfica 17. Elecciones generales – TIIE10y – UST10y



Fuente: Citi Research con datos de Bloomberg

Gráfica 18. Prima a plazo a medio término – Prima a plazo de 5 años - USTP



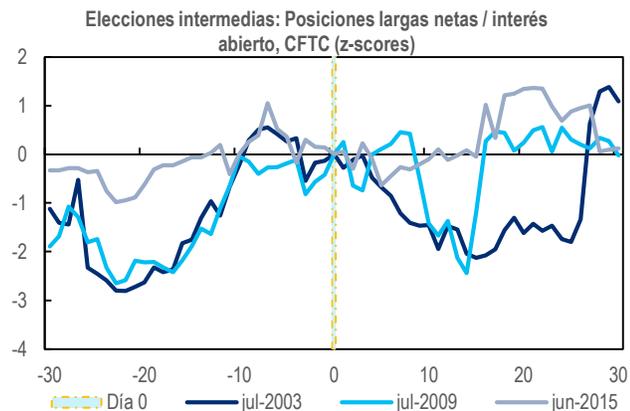
Fuente: Citi Research con datos de Bloomberg

Gráfica 19. Elecciones generales - prima a plazo de 5 años - USTP



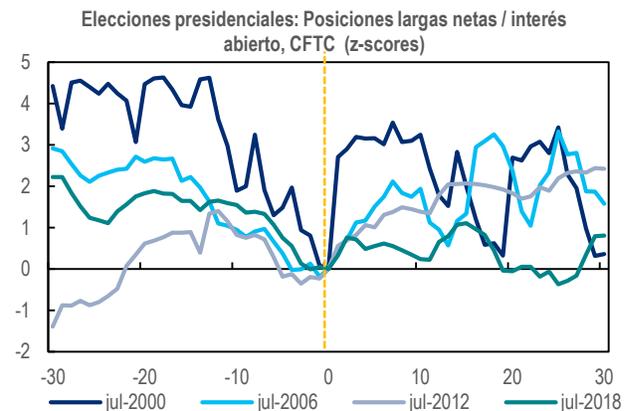
Fuente: Citi Research con datos de Bloomberg

Gráfica 20. Elecciones intermedias – Interés neto a largo plazo/abierto CFTC



Fuente: Citi Research con datos de Bloomberg

Gráfica 21. Elecciones generales - Interés neto a largo plazo/abierto CFTC



Fuente: Citi Research con datos de Bloomberg

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 de Banco Nacional de México, S.A, integrante del Grupo Financiero Banamex, 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. La información contenida en este reporte no puede entenderse ni interpretarse, bajo ninguna circunstancia, como un servicio de inversión toda vez que este documento se proporciona con fines informativos exclusivamente y no constituye ni puede considerarse como una oferta o recomendación para comprar o vender alguno de los valores que aquí se mencionan. Asimismo, la información contenida en este reporte no está basada en circunstancias particulares de ninguno de los clientes de las entidades que conforman al Grupo Financiero Citibanamex, S.A. de C.V. y no debe considerarse como una estrategia de inversión idónea y particular para algún cliente en específico y no constituye una recomendación o asesoría de inversión, así como tampoco implica de forma alguna recomendación en cuanto a la idoneidad de cualquiera de los productos o las transacciones mencionadas. 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. Los empleados de las entidades que conforman al Grupo Financiero Citibanamex, S.A. de C.V. no pueden proporcionar asesoría fiscal o legal alguna, por lo que sus clientes deben solicitar asesoría sobre la base de circunstancias particulares de un asesor independiente. 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 <https://www.banamex.com/sitios/analisis-financiero/>. CITIBANAMEX y CITIBANAMEX y diseño son marcas registradas propiedad de Citigroup Inc y Banco Nacional de México, S.A., integrante del Grupo Financiero Banamex”.