

## Informe Trimestral Banxico – Pronósticos al alza, aunque prevalece la incertidumbre

- Banxico publicó su *Informe Trimestral* del 3T20, el cual estuvo acompañado por una conferencia de prensa liderada por el Gobernador Alejandro Díaz de León
- En general, pensamos que el documento refrendó el tono neutral que vimos en el comunicado, consistente con la pausa que la autoridad monetaria quiere tomar en cuanto a su ciclo de bajas
- Sobre la inflación, el banco central cumplió con lo esperado y realizó ajustes al alza en gran parte de la trayectoria, con lo cual la convergencia explícita al 3% ya no se encuentra dentro del horizonte estimado
- Además, el balance de riesgos para la inflación sigue caracterizado como incierto, aunque con cambios en los factores, destacando:
  - (1) La expansión en el número de puntos de tres en el comunicado a cinco en este documento;
  - (2) Mayores variaciones en los relacionados a presiones a la baja, enfatizando sobre los efectos en precios de *El Buen Fin*; y
  - (3) Preocupaciones sobre los energéticos al alza, lo cual podría materializarse en caso de una recuperación más vigorosa
- Sobre el crecimiento, Banxico eliminó los escenarios, favoreciendo un pronóstico central. Esto representó una revisión relevante al estimado para 2020 a -8.9% a/a desde el promedio de -11.0% previo. Para el 2021 el ajuste fue más moderado, ubicándose en 3.3% desde 3.2%
- Los tradicionales recuadros de investigación expandieron sobre los efectos de la pandemia –en especial en precios–, las acciones de política para combatirla y la reacción reciente en los mercados
- Banxico publicó también su calendario de decisiones para 2021, nuevamente alineado con el Fed
- A pesar de que el documento brindó información relevante, especialmente en el frente inflacionario, esperaremos más información de las minutas mañana para evaluar el momento y la magnitud de los recortes una vez que se reanude el ciclo de bajas

El *Informe Trimestral* mantiene un tono neutral, similar al del último comunicado. Banxico dio a conocer hoy su *Informe Trimestral* (IT) del 3T20, con la publicación acompañada por una conferencia de prensa liderada por el Gobernador Alejandro Díaz de León. En línea con lo anticipado por la propia institución, la trayectoria de inflación se revisó mayormente al alza, sin claridad sobre la convergencia del índice general al objetivo de 3% en el horizonte estimado. Mientras tanto, el crecimiento fue consolidado nuevamente en un escenario, con una revisión importante al alza para 2020 y más moderada en 2021, además de introducir el pronóstico de 2022. En general, creemos que el documento refrendó la importancia de la “dependencia de los datos” del banco central, sobre todo ante la incertidumbre que prevalece sobre la trayectoria de la inflación producto de la pandemia, inclusive a pesar de las esperanzas por una vacuna y que el rebote de la actividad económica ha sido mejor a lo anticipado.

25 de noviembre 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

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
<a href="#">25 de junio</a>	-50pb
<a href="#">13 de agosto</a>	-50pb
<a href="#">24 de septiembre</a>	-25pb
<a href="#">12 de noviembre</a>	0pb
17 de diciembre	--

Fuente: Banxico

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



Documento destinado al público en general

**Revisiones a la inflación reflejan la preocupación del banco central.** Como anticipó en [el último comunicado](#), la autoridad monetaria revisó –en su mayoría– su trayectoria de inflación al alza. No obstante, considerando [la coyuntura más reciente](#), el estimado de inflación promedio del 4T20 se recortó en 10pb, de 3.7% a 3.6%. Durante la conferencia de prensa, el Gobernador Díaz de León aludió a que los descuentos de *El Buen Fin* estuvieron detrás de buena parte de la caída en la primera quincena de noviembre (que sorprendió con fuerza a la baja al mercado). En nuestra opinión, creemos muy importante que el Gobernador dijo que este factor fue considerado como transitorio dentro de sus pronósticos, lo que alude a una reversión al alza relativamente pronto. A pesar de dicho supuesto, también advirtió que tendrán que observar si estos descuentos se extienden o no. De esta manera, este riesgo a la baja fue suficientemente importante como para ser agregado en el balance de riesgos, sobre lo que hablamos con detalle más adelante.

**La inflación general no alcanza el nivel exacto de 3.0% en el horizonte del pronóstico...** Respecto a las revisiones al alza, observamos ajustes de entre 10 y 40pb en cuatro de los cinco trimestres a partir del 2T21. En específico, nos preocuparon las modificaciones de mayor magnitud en el 4T21 y 1T22 (ver tabla abajo). Si bien parte de esto obedece a una base más retardada, no es lo único. Entre ellos, Banxico espera un mayor impacto al alza de los precios de energéticos y una mayor persistencia de la inflación subyacente (ante una menor holgura en el margen). Como resultado, no se observa una convergencia al 3% en la inflación general de manera numérica en el horizonte del pronóstico. Sobre esto, el Gobernador resaltó que la adición de la ‘pausa’ en el comunicado servirá para evaluar de manera más extensa la información disponible, así como para corroborar si la trayectoria sí converge al objetivo.

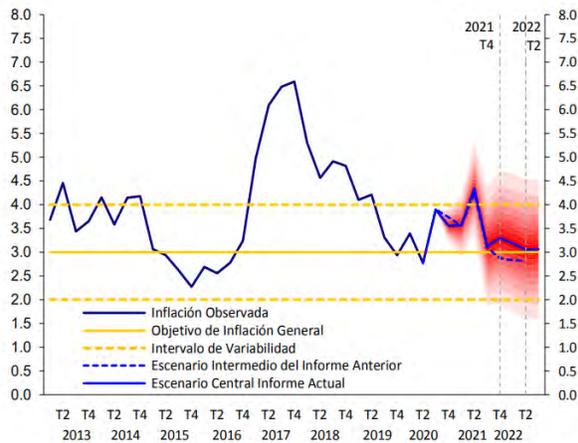
**...mientras que la subyacente alcanzaría dicho nivel en el 3T21.** La trayectoria del componente subyacente también fue revisada al alza, con cinco de los seis trimestres a partir del 1T21 modificados entre 10-30pb. A pesar de lo anterior, el nivel de 3% se alcanzaría en el tercer trimestre del próximo año, al igual que en el *Informe Trimestral* anterior. Aquí, la autoridad detalla que, a pesar del impacto benéfico en el corto plazo por *El Buen Fin*, su naturaleza transitoria se difuminará. Mientras tanto, las menores condiciones de holgura relativo a los estimados previos también impulsarían el índice al alza. Creemos que la trayectoria de este componente ganó incluso mayor importancia tras ser incluida con mayor preponderancia en el comunicado, con la inclusión explícita también de cuando convergerá al objetivo.

Pronósticos de inflación general y subyacente  
% a/a, promedio trimestral

	2020		2021				2022		
	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III
<b>INPC</b>									
Informe actual	3.9*	3.6	3.6	4.3	3.1	3.3	3.2	3.1	3.1
Informe anterior	3.9	3.7	3.6	4.2	3.1	2.9	2.8	2.8	--
Diferencia (pb)	--	-10	0	10	0	40	40	30	--
<b>Subyacente</b>									
Informe actual	3.9*	3.8	3.9	3.6	3.0	3.1	2.9	2.9	2.9
Informe anterior	3.9	3.8	3.8	3.5	3.0	2.8	2.7	2.7	--
Diferencia (pb)	--	0	10	10	0	30	20	20	--

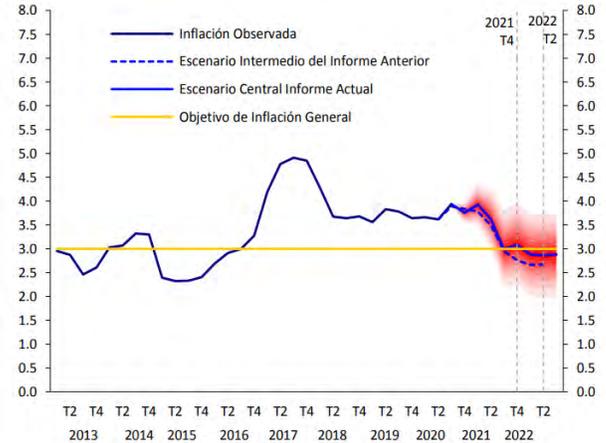
Fuente: Banco de México, Informe Trimestral 3T20; \*Datos observados

Gráfica de abanico: Inflación general % a/a



Fuente: Extraída directamente del Informe Trimestral de Banxico del 3T20

Gráfica de abanico: Inflación subyacente % a/a



Fuente: Extraída directamente del Informe Trimestral de Banxico del 3T20

**Ajustes relevantes en los riesgos para la inflación.** El balance de riesgos sigue caracterizado como incierto (ver sección de notas de investigación para mayores detalles). No obstante, actualizaron la sección de riesgos, con cambios relevantes relativo al comunicado. En específico, la lista se expandió de 3 a 5 por sesgo (a la baja o al alza). Los riesgos a la baja sufrieron más cambios, destacando: (1) Ante la debilidad de la demanda, la posibilidad de que los descuentos de *El Buen Fin* sean más persistentes; (2) la adición de la apreciación del tipo de cambio como un factor; (3) la posibilidad de menores precios de energéticos a lo anticipado; y (4) que las revisiones salariales no presionen a los precios debido a los niveles de holgura. En nuestra opinión, esto último es muy relevante, tomando en cuenta los aumentos acumulados en años previos al salario mínimo y ya que esperamos pronto el anuncio sobre el incremento para 2021. Los riesgos al alza fueron más estables, con cambios solamente en: (1) Distorsiones en los precios relativos por cambios en las condiciones de demanda; (2) mayores precios de energéticos. También destaca que la persistencia de la inflación subyacente en niveles altos ahora es el principal factor de riesgo.

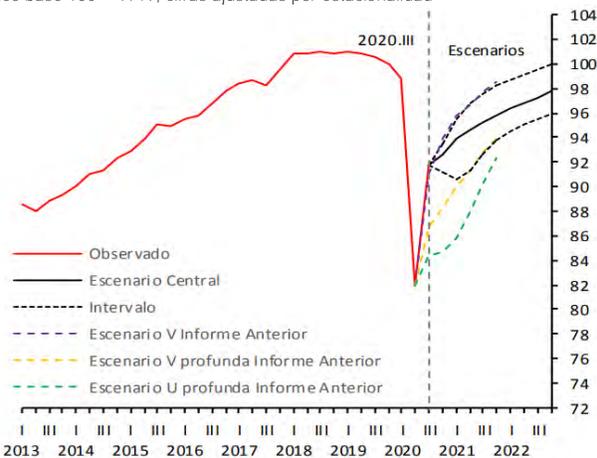
**En línea con nuestras expectativas, el estimado de actividad económica mejoró.** A diferencia de los últimos dos informes, Banxico solamente presentó un escenario central para el PIB y no tres. En específico, anticipan una contracción de -8.9% a/a en 2020 (punto medio previo: -11.0%), seguido de una expansión de 3.3% en 2021 (punto medio previo: 3.2%) y +2.6% en 2022. Esto asume una recuperación gradual, con cautela de consumidores e inversionistas sobre la pandemia. Además, anticipan retos para la demanda agregada, en específico el componente interno. Cabe mencionar que el pronóstico resultante para este año es muy similar a lo que solía ser el escenario de “V”, con sólo 10pb de diferencia, tomando en cuenta que [el PIB del 3T20](#) fue ligeramente superior a esta previsión. Adicionalmente, es ligeramente más optimista a lo anticipado por el mercado en -9.3% –de acuerdo con la última encuesta del banco central– pero más cercano a nuestro -9.0%.

**Aunque la incertidumbre sobre el crecimiento sigue muy elevada.** Derivado de esto, la autoridad monetaria mantuvo sus opciones abiertas, planteando tanto un límite superior como un límite inferior, resultando en un rango estimado para los tres años. Con ello, el rango para 2020 resulta en -9.3% a -8.7%; 2021 de 0.6% a 5.3%; y 2022 de 2.6% a 3.8%. Cabe mencionar que el intervalo es mucho más amplio para 2021 que en ocasiones previas –cuando en informes previos solía ser de sólo 1%-pts–. Para 2022 es más incierto al estar impactado por la base del año previo (y con Banxico asumiendo un crecimiento inercial hacia dicha fecha). En el detalle, los supuestos de los límites son:

- (1) *Límite inferior:* Supone una respuesta fiscal limitada en diversos países, un empeoramiento de la pandemia y nuevos cierres a la actividad entre el cierre de 2020 y principios de 2021. Posteriormente, se contempla una recuperación moderada el resto de este último año, con la actividad convergiendo hacia el potencial en 2022.
- (2) *Límite superior:* La recuperación es más acelerada, con una mayor reactivación de diversos sectores económicos que se han mantenido débiles. También incorpora un estímulo adicional de la demanda externa, con lo cual la actividad se acelera en 2020 y 2021, moderando el ritmo de crecimiento hacia el potencial en 2022.

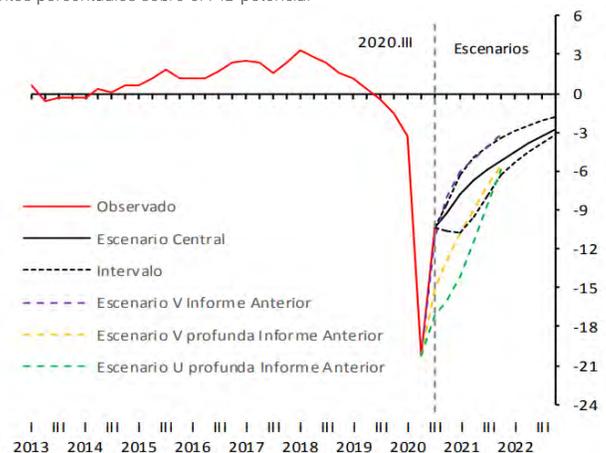
Cabe señalar que el banco central no menciona cuando espera que la vacuna contra el COVID-19 pueda estar disponible, lo cual en nuestra opinión es clave para pronosticar el ritmo de recuperación. En este sentido, nuestro estimado para 2021, en 4.1%, es más optimista que el punto medio de la institución, dependiendo en gran medida de que creemos que contaremos con la vacuna hacia finales del 2T21 y principios del 3T21. Por ende, esto resultaría en una aceleración del crecimiento en la segunda mitad del siguiente año. Considerando esto, el banco central mantiene que el balance de riesgos sigue sesgado a la baja, citando varios factores relacionados a la pandemia (*e.g.* posibilidad de nuevos cierres, episodios de volatilidad en los mercados, secuelas importantes en la actividad), aunque también algunos de naturaleza más idiosincrática (*e.g.* reducciones a la calificación crediticia e incertidumbre interna).

Pronósticos del PIB  
Índice base 100 = 4T19, cifras ajustadas por estacionalidad



Fuente: Extraída directamente del Informe Trimestral de Banxico del 3T20

Brecha del producto  
Puntos porcentuales sobre el PIB potencial



Fuente: Extraída directamente del Informe Trimestral de Banxico del 3T20

**Menor holgura tras el rebote del 3T20, aunque sin presiones relevantes hacia adelante.** Tras la ampliación de la brecha del producto a -20.3% en el 2T20, la recuperación de la actividad en el siguiente trimestre la llevó a -10.4%. A pesar de esto, ni siquiera bajo el límite superior la brecha lograría llegar a cero, siempre manteniéndose en negativo (ver gráfica arriba, derecha). Por lo tanto, presiones de demanda deberían de seguir sin ser una fuente de presiones relevantes para la inflación, al menos en el horizonte de pronóstico actual del banco central.

**Revisiones relevantes en otros estimados.** Se actualizaron también las previsiones para el empleo del IMSS, balanza comercial y cuenta corriente. En el primero la situación es más favorable, con una pérdida puntual de 775 mil plazas este año (previo: -925 mil). Esto es consistente con la dinámica reciente y la revisión al alza del PIB. Para 2021, esperan una expansión de 325 mil plazas. Por otro lado, esperan un mayor superávit de balanza comercial, con el punto medio en US\$28.7 mil millones, reflejando la mayor fortaleza de la demanda externa relativo al componente doméstico. El próximo año también se mantendría en superávit, aunque más moderado, en US\$ 5.1 mil millones.

Principales pronósticos Banxico  
Informe trimestral actual (3T20)

	2020	2021	2022
PIB (% a/a)			
Escenario central	-8.9	3.3	2.6
Intervalo	-9.3 a -8.7	0.6 a 5.3	2.6 a 3.8
Empleo (miles)	-850 a -700	150 a 500	300 a 500
Balanza comercial (mmd)	27.1 a 30.3 (2.6% a 2.9% del PIB)	1.0 a 9.2 (0.1% a 0.8% del PIB)	-5.0 a 0.0 (-0.4% a 0.0% del PIB)
Cuenta corriente (mmd)	20.3 a 24.3 (1.9% a 2.3% del PIB)	-9.4 a 1.9 (-0.8% a 0.2% del PIB)	-12.5 a -4.4 (-1.0% a -0.4% del PIB)

Fuente: Banxico

Principales pronósticos Banxico  
Informe trimestral anterior (2T20)

	2020	2021
PIB (% a/a)		
<b>Tipo 'V'</b>	-8.8	5.6
<b>Tipo 'V profunda'</b>	-11.3	2.8
<b>Tipo 'U profunda'</b>	-12.8	1.3
Empleo (miles)	-1,100 a -750	100 a 450
Balanza comercial (mmd)	3.3 a 8.8 (0.3% a 0.9% del PIB)	-5.7 a 4.2 (-0.5% a 0.4% del PIB)
Cuenta corriente (mmd)	-6.0 a 5.0 (-0.6% a 0.5% del PIB)	-18.1 a -2.3 (-1.5% a -0.2% del PIB)

Fuente: Banxico

### Notas de investigación centradas nuevamente en los efectos de la pandemia.

El banco central incluyó una serie de análisis muy valiosos, con la mayoría centrados en las consecuencias, respuestas de política económica y evolución de los mercados financieros ante el impacto del COVID-19, sobre todo en mercados emergentes. Estos incluyeron: (1) La nueva estrategia de política monetaria de la Reserva Federal; (2) Uso del balance y programas de provisión de liquidez en bancos centrales de economías emergentes; (3) Respuesta fiscal a la pandemia del COVID-19; (4) Dinámica reciente de los puestos de trabajo afiliados al IMSS; (5) Efectos de la pandemia de COVID-19 sobre los distintos componentes de la inflación subyacente; (6) Impacto de la pandemia de COVID-19 en la dinámica de precios al consumidor en EUA y México; (7) Evolución de la curva de rendimientos de economías emergentes; y (8) Evolución del riesgo soberano de economías emergentes. Ante la preponderancia de la trayectoria de inflación para las próximas decisiones de política monetaria en un contexto de pausa por Banxico, enfocamos nuestra atención en el (5) y (6).

**La pandemia ha generado ajustes inusuales en la dinámica de la inflación subyacente y podría seguir haciéndolo.** En el primer caso, analizan la dinámica de precios en los componentes de bienes (mayormente al alza) y servicios (a la baja) dentro de la inflación subyacente, con varios rubros alejándose de su comportamiento promedio de los últimos 10 años. Por ende, utilizan modelos econométricos que permiten estimar el impacto de diversos determinantes de los precios sobre estos subcomponentes. Tras el análisis, los modelos muestran la existencia de choques adicionales más allá de los que resultan de sus determinantes usuales, tales como el tipo de cambio (para las mercancías) y el grado de holgura de la economía (sobre todo para servicios). Esto indica que existe evidencia de un efecto adicional e inusual en los precios, potencialmente atribuible a la pandemia, mismos que han sido muy pronunciados y en direcciones y magnitudes diversas. Del lado más positivo, argumentan que los efectos que podrían derivarse por la pandemia se han ido mitigando gradualmente. Sin embargo, y dado que la pandemia sigue en curso, la incertidumbre persiste sobre la trayectoria de la inflación. En nuestra opinión, esto ayuda a justificar la postura del banco central de que el balance de riesgos sigue siendo incierto.

**En México, el impacto al alza en la inflación por choques de oferta ha sido más persistente que en EE.UU.** En el segundo caso, se busca identificar la contribución de factores de oferta y demanda sobre la dinámica de la inflación en México y EE.UU. a nivel sectorial. Esta última desagregación es relevante ya que: (1) Permite estimar los efectos diferenciados que tuvo la pandemia en los precios por sectores; y (2) hace posible calcular el nivel de persistencia que dichos factores han tenido sobre la dinámica de precios. Este análisis muestra diferencias entre ambos países, sobre todo en la persistencia de los choques, a pesar de similitudes a nivel sectorial. En EE.UU., la caída de la inflación al inicio de la pandemia reflejó que los choques negativos a la demanda –induciendo menores precios– predominaron sobre los choques positivos de oferta. En México, una dinámica similar se observó al inicio. Sin embargo, en EE.UU., a partir de junio los factores de demanda empezaron a contribuir positivamente a la inflación. Mientras tanto, los de oferta también tienen una contribución positiva, aunque su magnitud ha ido disminuyendo. En contraste, en México los factores de demanda siguieron contribuyendo de manera negativa hasta agosto, aunque en menor magnitud que en el periodo de mayor afectación. Esto es consistente con el débil impulso a la demanda agregada en nuestro país, sobre todo ante medidas fiscales limitadas. Adicionalmente, a partir de mayo las presiones al alza por factores de oferta son más notorias. En específico, entre junio y agosto (recordando que en el primero fue cuando inició la reapertura), dicha contribución al alza también ha sido más persistente. Esto se debe principalmente a: (1) Mayores restricciones y requerimientos a la operación de muchos sectores; y (2) el ajuste del tipo de cambio y su efecto en el costo de los insumos. En general, estos hallazgos nos parecen muy importantes porque aluden a que el banco central ha estado en lo correcto en mantener una postura muy prudente. Sobre todo, ya que hasta ahora no se han desvanecido del todo los efectos al alza que ha generado la pandemia sobre la inflación (derivados de factores de oferta).

**Las decisiones de política monetaria de Banxico seguirán ligadas a las reuniones de política monetaria del Fed.** Similar a lo observado en años recientes, las reuniones de política monetaria del Banco de México ocurrirán con un retraso máximo de dos semanas respecto a las de su contraparte en EE.UU., como se muestra en la siguiente tabla.

Decisiones de política monetaria		
Mes	Reserva Federal	Banxico
Enero	27	--
Febrero	--	11
Marzo	17	25
Abril	28	--
Mayo	--	13
Junio	16	24
Julio	28	--
Agosto	--	12
Septiembre	22	30
Octubre	--	--
Noviembre	3	11
Diciembre	15	16

Fuente: Banxico, Reserva Federal

**El banco central esperará mayor información para sus próximas decisiones.**

En nuestra opinión, el sesgo del banco central es neutral, con el Gobernador Díaz de León resaltando de nuevo la pausa en el ciclo de relajamiento, pero sin aludir a potenciales alzas. En línea con lo esperado, lo más importante fueron los comentarios y ajustes sobre la trayectoria para la inflación. Creemos que Banxico está reforzando la necesidad de contar con información adicional y la dependencia a los datos. En el corto plazo, resalta: (1) La necesidad de ver más datos de inflación tras la caída de precios por *El Buen Fin*, sobre todo en mercancías no alimenticias. En este sentido, destacamos que en el pasado la reversión de los descuentos se da típicamente en la 1ª quincena de diciembre, de cara a las ventas de fin de año. Este dato se publicará el 23 de diciembre, después de la decisión del 17; y (2) la decisión sobre el aumento del salario mínimo, que esperamos a inicios del próximo mes (probablemente antes de la decisión). Por otro lado, también serán muy importantes las minutas mañana, sobre todo porque tanto el mercado como nosotros fuimos sorprendidos. En primer lugar, la identidad del voto disidente y sus razones. Adicionalmente, el debate en la sección de ‘política monetaria’ será muy importante para recalibrar el sesgo relativo de cada participante. Vincularemos los argumentos del voto disidente a uno de los miembros y trabajaremos para identificar al resto. En este contexto, seguimos creyendo que la tasa de referencia se mantendrá en el nivel actual de 4.25% al cierre de año y el reinicio de los recortes en 2021, aunque aún con incertidumbre tanto de la magnitud como de cuándo podrían materializarse. Por último, tampoco debemos perder de vista que falta una definición adicional, que es la de quién reemplazará al Subgobernador Javier Guzmán, con su periodo terminando al final de este año y recordando que su sesgo ha sido del lado *hawkish*.

## 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, Eridani Ruibal Ortega y Juan Barbier Arizmendi, 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 Zaldivar	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 Thalia 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
Eridani Ruibal Ortega	Analista	eridani.ruibal.ortega@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2755
Juan Barbier Arizmendi, CFA	Analista	juan.barbier@banorte.com	(55) 1670 - 1746
<b>Análisis Deuda Corporativa</b>			
Tania Abdul Massih Jacobo	Director Deuda Corporativa	rania.abdul@banorte.com	(55) 5268 - 1672
Hugo Armando Gómez Solís	Subdirector Deuda Corporativa	hugo.gomez@banorte.com	(55) 1670 - 2247
Gerardo Daniel Valle Trujillo	Gerente Deuda Corporativa	gerardo.valle.trujillo@banorte.com	(55) 1670 - 2248
<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	(55) 1670 - 1889
Alejandro Aguilar Ceballos	Director General Adjunto de Administración de Activos	alejandro.aguilar.cebillos@banorte.com	(55) 5004 - 1282
Alejandro Eric Faesi Puente	Director General Adjunto de Mercados y Ventas Institucionales	alejandro.faesi@banorte.com	(55) 5268 - 1640
Alejandro Frigolet Vázquez Vela	Director General Adjunto Sólida	alejandro.frigolet.vazquezvela@banorte.com	(55) 5268 - 1656
Arturo Monroy Ballesteros	Director General Adjunto Banca Inversión	arturo.monroy.ballesteros@banorte.com	(55) 5004 - 5140
Carlos Alberto Arciniega Navarro	Director General Adjunto Tesorería	carlos.arciniega@banorte.com	(81) 1103 - 4091
Gerardo Zamora Nanez	Director General Adjunto Banca Transaccional y Arrendadora y Factor	gerardo.zamora@banorte.com	(81) 8173 - 9127
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) 5249 - 6423
Lizza Velarde Torres	Director Ejecutivo Gestión Banca Mayorista	lizza.velarde@banorte.com	(55) 4433 - 4676
Osvaldo Brondo Menchaca	Director General Adjunto Bancas Especializadas	osvaldo.brondo@banorte.com	(55) 5004 - 1423
Raúl Alejandro Arauzo Romero	Director General Adjunto Banca Transaccional	alejandro.arauzo@banorte.com	(55) 5261 - 4910
René Gerardo Pimentel Ibarrola	Director General Adjunto Banca Corporativa e Instituciones Financieras	pimentelr@banorte.com	(55) 5004 - 1051
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) 1670 - 1899