

## La Semana en Cifras

19 de agosto 2022

### La inflación seguirá elevada, manteniendo a Banxico vigilante

- Minutas de Banxico (11-ago).** En la última decisión, la Junta de Gobierno aumentó la tasa de referencia en 75pb, llevándola a 8.50%. La votación también fue unánime, con el comunicado manteniéndose *hawkish*. A pesar de lo anterior, notamos cambios relevantes en términos de las posibles acciones hacia delante. En particular, ahora consideran que la magnitud de los próximos ajustes dependerá de las “condiciones prevalecientes”. Así, nuestra atención estará en los comentarios de los miembros sobre cuáles podrían ser dichas condiciones. En nuestra opinión, tendrán que ver con: (1) Los niveles de inflación –tanto general como subyacente; (2) La postura monetaria relativa con el Fed; y (3) en menor medida, el panorama para el crecimiento económico. Seguiremos muy pendientes de la discusión sobre la inflación, especialmente tras comentarios recientes de algunos miembros que anticipan que el máximo del ciclo ya está cerca. Finalmente, buscaremos información sobre cuál podría ser el nivel terminal de la tasa, ya sea en términos nominales o relativo a la tasa real neutral estimada
- Inflación (1ª quincena de agosto).** Esperamos un avance de 0.33% 2s/2s. El periodo probablemente seguirá caracterizado por presiones en alimentos procesados, además del traslado de presiones en costos hacia algunos servicios y un efecto estacional favorable en turísticos. Anticipamos una aceleración en el margen de la subyacente a +0.37% (contribución: +28pb). La no subyacente avanzaría 0.19% (+5pb), beneficiada por cierta estabilidad en energéticos. Con estos estimados, la inflación anual aumentaría de 8.15% en promedio en julio a 8.52%. En particular, la subyacente mantendría una tendencia alcista, en 7.85% desde 7.65% previo.

www.banorte.com  
@ analisis\_fundam

Juan Carlos Alderete, CFA  
Director Ejecutivo de Análisis Económico y  
Estrategia Financiera de Mercados  
juan.alderete.macal@banorte.com

Francisco Flores  
Director de Economía Nacional  
francisco.flores.serrano@banorte.com

Yazmín Pérez  
Subdirector de Economía Nacional  
yazmin.perez.enriquez@banorte.com

Ganadores del premio a los mejores pronosticadores económicos de México en 2021, otorgado por *Refinitiv*



Documento destinado al público en general

#### Calendario de eventos económicos

FECHA	HORA	INDICADOR	PERIODO	UNIDAD	BANORTE	CONSENSO	PREVIO
lun. 22-ago.	2:30pm	Encuesta quincenal de expectativas (Citibanamex)					
mar. 23-ago.	9:00am	Reservas internacionales	19-ago.	US\$ mil millones	--	--	199.4
mié. 24-ago.	6:00am	Inflación general	1Q Ago	% 2s/2s	<u>0.33</u>	0.34	0.23
		Subyacente		% 2s/2s	<u>8.52</u>	8.53	8.14
				% 2s/2s	<u>0.37</u>	0.35	0.30
				% a/a	<u>7.85</u>	7.81	7.75
jue. 25-ago.	6:00am	PIB	2T22 (F)	% a/a	<u>2.0</u>	2.0	2.1
		desestacionalizado		% t/t	<u>0.9</u>	--	1.0
		Actividades primarias		% a/a	<u>2.5</u>	--	1.5
		Producción industrial		% a/a	<u>3.3</u>	--	3.3
		Servicios		% a/a	<u>0.9</u>	--	1.3
jue. 25-ago.	6:00am	IGAE	Junio	% a/a	<u>2.0</u>	--	2.1
		desestacionalizado		% m/m	<u>0.0</u>	--	-0.2
		Actividades primarias		% a/a	<u>-1.1</u>	--	3.7
		Producción Industrial		% a/a	<u>3.8</u>	--	3.5
		Servicios		% a/a	<u>1.4</u>	--	1.4
jue. 25-ago.	9:00am	Cuenta corriente	2T22	US\$ miles millones	<u>-2.6</u>	--	-6.5
jue. 25-ago.	9:00am	Minutas de Banxico	11-ago.				
vie. 26-ago.	6:00am	Balanza comercial	Julio	US\$ millones	<u>-4,256.3</u>	--	-3,957.2
		Exportaciones		% a/a	<u>19.4</u>	--	20.2
		Importaciones		% a/a	<u>18.3</u>	--	31.7

Fuente: Banorte; Bloomberg

## Procediendo en orden cronológico...

**MARTES – Reservas internacionales (19 de agosto); anterior: US\$199,405 millones.** La semana pasada las reservas aumentaron en US\$91 millones, principalmente por una mayor valuación de los activos de la institución. Con ello, las reservas registraron un saldo de US\$199,405 millones (ver tabla abajo). En lo que va del año, las reservas han retrocedido en US\$2,994 millones.

Reservas internacionales  
Millones de dólares

	2021	12-ago.-22	12-ago.-22	Acumulado en el año
	Saldos		Flujos	
Reserva Internacional (B)-(C)	202,399	199,405	91	-2,994
(B) Reserva Bruta	207,745	202,993	-253	-4,752
Pemex	--	--	0	350
Gobierno Federal	--	--	-308	-318
Operaciones de mercado	--	--	0	0
Otros	--	--	55	-4,784
(C) Pasivos a menos de 6 meses	5,346	3,588	-344	-1,758

Fuente: Banco de México

**MIÉRCOLES – Reporte de inflación (1ª quincena de agosto). Banorte: 0.33% 2s/2s; anterior: 0.23%.** El periodo probablemente seguirá caracterizado por presiones en alimentos procesados, además del traslado de presiones en costos hacia algunos servicios y un efecto estacional favorable en turísticos. Anticipamos una aceleración en el margen de la subyacente a +0.37% (contribución: +28pb). La no subyacente avanzaría a un menor ritmo, en 0.19% (+5pb). Con estos estimados, la inflación anual aumentaría de 8.15% en promedio en julio a 8.52%. En particular, la subyacente mantendría una tendencia alcista, en 7.85% desde 7.65% previo.

Respecto a esta última, los bienes crecerían 0.5%, con los alimentos procesados aún en mayor medida responsables por las presiones, subiendo 0.6%. Nuestro monitoreo mostró alzas importantes en el pan dulce –sin descartar que haya estado influenciado por el reciente incremento en una serie de productos por Bimbo, además de mayores costos– a lo que se unieron la leche y el queso, entre los más relevantes. En otros bienes (+0.4%), resaltamos probables presiones en materiales escolares en anticipación al inicio del nuevo año (con las universidades regresando a las aulas en la primera quincena, y educación básica y media durante la 2ª mitad). Los servicios seguirían relativamente más contenidos, en 0.2% (+6pb). Por un lado, educación subiría 1.2% (+4pb); por el otro, las categorías turísticas caerían tras la temporada alta, con tarifas aéreas en -13.8% (-4pb) y servicios en paquete en -5.7% (-2pb). A pesar de esto, el resto de los servicios continuaría con tendencia alcista, donde sigue sobresaliendo la comida fuera de casa.

En la no subyacente, los agropecuarios tendrían un rebote moderado (0.4%) tras la caída de 0.2% de la quincena inmediata anterior. Esto estaría explicado por frutas y verduras (+1.0%). Nuestro monitoreo de precios y noticias indica fuertes presiones en la cebolla y un alza adicional en la papa; por el contrario, vimos menores precios en el plátano y el aguacate, entre los más relevantes. El jitomate fue mixto. Por su parte, vemos estabilidad en pecuarios, con el pollo mixto, carne de res aumentando y huevo a la baja. Los energéticos serían bastante estables (-0.1%).

El gas LP caería (-0.7%) ante menores precios internacionales y cierta fortaleza del peso frente al dólar. La gasolina de bajo octanaje (-0.1%) también se habría beneficiado de dichos factores, aunque compensado en buena medida por una reducción del estímulo complementario, que inclusive llegó a cero para ambos combustibles al final del periodo. No obstante, la electricidad ha estado subiendo, donde estimamos +1.0%. Por último, las tarifas administradas por el gobierno se moderarían (0.1%) tras subir con relativa fuerza la quincena previa.

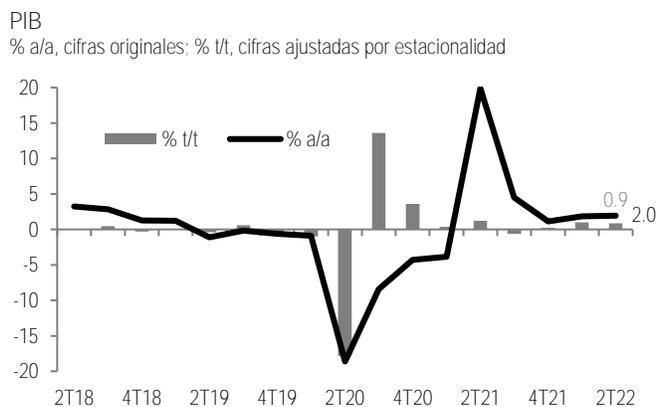
**JUEVES – Producto Interno Bruto (2T22 F). Banorte: 2.0% a/a; preliminar: 2.1%.** El resultado sería ligeramente menor que el [dato preliminar](#) debido a una revisión en los servicios en junio, con la industria prácticamente sin cambios –como ya sabemos–. Considerando esto, el dato secuencial resultaría en 0.9% t/t (preliminar: 1.0%), marcando un tercer trimestre consecutivo de mejoras tras la contracción del 3T21.

Por sectores, la industria crecería 0.9% t/t (+3.3% a/a), sólo 1pb debajo del preliminar. A lo largo del periodo, las manufacturas han mostrado resiliencia en un entorno retador para el comercio. Además, la construcción se ha recuperado con cierta fortaleza, impulsada tanto por proyectos públicos como por la inversión privada en obras industriales. Por su parte, la minería ha mantenido un desempeño más volátil, siendo negativa en el trimestre. Vemos a los servicios ligeramente más débiles en 0.8% t/t (0.9% a/a), lo que implicaría una revisión de -21pb relativo a la cifra preliminar. En específico, consideramos que los efectos de una mayor inflación, la ausencia de pagos de los programas sociales (por la veda electoral) y el aumento en contagios de COVID-19 pudieron haber impactado el desempeño, especialmente a mediados y finales del periodo. Finalmente, las actividades primarias crecerían 1.5% t/t (+2.5% a/a), mejores en +59pb e impulsadas por una base favorable a pesar de un empeoramiento en las condiciones de sequía y otros obstáculos para la producción.

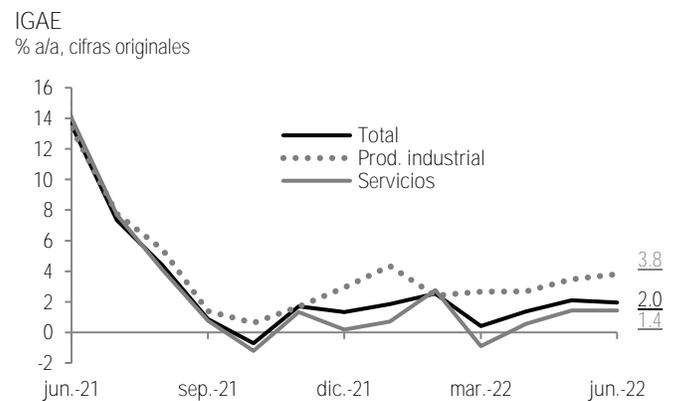
En conjunto con el PIB, se publicará el IGAE de junio, el cual esperamos en 2.0% a/a. Con cifras ajustadas por estacionalidad, significaría una expansión de 2.2% a/a. A su vez, esto sería marginalmente mayor al 2.1% del [IOAE del INEGI](#). De manera secuencial anticipamos 0.0% m/m. Como ya es sabido, la [producción industrial](#) creció 0.1% m/m (3.8% a/a), impulsada por la minería y construcción. Los servicios rebotarían 0.4% m/m (1.4% a/a). Esto sería bastante favorable considerando los factores adversos del mes, como ya fueron descritos. En los fundamentales, las [remesas](#) y el [crédito](#) siguieron ganando dinamismo de la mano de un rebote en el [empleo](#), pero con una disminución en los salarios. La movilidad en sectores de comercio y entretenimiento se mantuvo estable a pesar del repunte de contagios de COVID-19. No obstante, se observó un impacto importante en lugares de trabajo, lo cual podría afectar a servicios relacionados (*e.g.* comida fuera de casa, con restaurantes también experimentando una inflación muy alta). Consistente con esto, indicadores de sentimiento como el PMI no manufacturero del IMEF y la confianza del consumidor cayeron, aunque con el primero manteniéndose en expansión en 51.8pts.

Por sectores, las ventas al menudeo mostraron un retroceso de 0.3% m/m en su [reporte individual](#), aunque la correlación de este indicador con el IGAE ha bajado en meses recientes. En turismo, la ocupación hotelera se moderó marginalmente a 57.2%, incluso a pesar de una estacionalidad más favorable. De manera similar, el tráfico aéreo de pasajeros se desaceleró en 37.2 mil a 7.0 millones, con el aumento en costos de las aerolíneas probablemente afectando el desempeño. Por otra parte, seguiremos pendientes de los servicios profesionales y de apoyo a los negocios, considerando un desempeño volátil en lo que va del año y sin descartar caídas adicionales. Finalmente, educación y salud podrían mantenerse al alza, similar a los servicios financieros.

Si estos resultados se materializan, el PIB habría acumulado una expansión de 1.9% en lo que va del año. Lo cierto es que, tras la fuerte desaceleración del 3T21, la economía retomó impulso en la primera mitad de este año. Esto es favorable para nuestro estimado de todo el año en 2.1%. En particular, la demanda doméstica ha sorprendido favorablemente. Si bien las señales de una moderación van en aumento –ante temores de una recesión global y el apretamiento monetario– y ya se encuentran incorporadas en nuestros pronósticos, seguimos anticipando avances secuenciales en el segundo semestre, con un impulso por este factor y con la economía de EE.UU. beneficiando a nuestro país –sobre todo a través del canal de remesas, con un [mercado laboral aún fuerte en ese país](#)–. En nuestra opinión, esto probablemente resultará en revisiones adicionales al alza por otros participantes del mercado.



Fuente: INEGI, Banorte



Fuente: INEGI, Banorte

**JUEVES – Cuenta corriente (2T22); Banorte: -US\$2.6 mil millones; anterior: -US\$6.5 mil millones.** Esperamos un saldo deficitario, aunque significativamente menor relativo al 1T22. Durante el periodo, los altos precios del petróleo, mayor entrada de remesas, así como ciertos elementos estacionales, definieron el comportamiento de la cuenta corriente.

Con base en la [balanza comercial a junio](#), la balanza de bienes nuevamente estaría muy influenciada por los altos precios del petróleo y, en menor medida, por mejores condiciones en el comercio global hacia el cierre del trimestre. Para los servicios estimamos un déficit, explicado por mayores costos de transporte, específicamente en fletes. No obstante, esto estaría parcialmente compensado por la entrada de divisas por concepto de viajeros internacionales, el cual sumaría ocho trimestres de crecimiento.

Así, la suma de las balanzas de bienes y servicios sería deficitaria por sexto trimestre al hilo. Por su parte, estimamos un saldo deficitario en los ingresos primarios, aunque en menor en magnitud respecto el trimestre previo. Este sería reflejo de menores flujos tanto de salida como de entrada respecto a utilidades y dividendos, recordando su marcada estacionalidad en el primer trimestre del año. No obstante, consideramos que los flujos por intereses se mantendrán sólidos, en parte impulsados por mayores tasas de interés a nivel global. Respecto a los ingresos secundarios, la entrada de divisas por concepto de remesas se aceleró – recordando que el Día de las Madres propicia un aumento significativo, implicando un fuerte superávit.

Por su parte, la cuenta financiera mantendría un endeudamiento neto del exterior –es decir, una entrada neta de divisas– con la inversión extranjera directa –el principal componente en términos de magnitud– mostrando menores entradas que en el 1T22. Mientras tanto, los flujos de la inversión de cartera continuarían reflejando salidas, con las compras de títulos en el exterior por parte de residentes aumentando aún más, exacerbados por la venta de títulos de deuda locales por parte de extranjeros.

**JUEVES – Minutas de Banxico (11 de agosto).** En la última decisión, la Junta de Gobierno [augmentó la tasa de referencia por segunda reunión consecutiva en 75pb, llevándola a 8.50%](#). Este es un nuevo máximo desde que se introdujo la tasa objetivo (2008). La votación también fue unánime, con el comunicado manteniéndose *hawkish*. A pesar de lo anterior, notamos cambios relevantes en términos de las posibles acciones hacia delante. En particular, ahora consideran que la magnitud de los próximos ajustes dependerá de las “condiciones prevalecientes”. Así, nuestra atención estará en los comentarios de los miembros sobre cuáles podrían ser dichas condiciones. En nuestra opinión, tendrán que ver con: (1) Los niveles de inflación –tanto general como subyacente; (2) la postura monetaria relativa con el Fed; y (3) en menor medida, el panorama para el crecimiento económico. Seguiremos muy pendientes de la discusión sobre la inflación, especialmente tras comentarios recientes de algunos miembros que anticipan que el máximo del ciclo –en términos de la métrica anual– ya está cerca. Finalmente, buscaremos información sobre cuál podría ser el nivel terminal de la tasa, ya sea en términos nominales o relativo a la tasa real neutral estimada.

Desde la decisión, hemos tenido participaciones públicas de la Gobernadora Victoria Rodríguez y los Subgobernadores Gerardo Esquivel y Jonathan Heath. La primera, como ya es costumbre, participó en varios medios tras la decisión. Consideramos sus comentarios más relevantes en una entrevista con *Expansión*. Sobre la dinámica reciente, argumentó que “...*el actuar del banco, junto con el desvanecimiento de los choques que se han presentado por la pandemia y la guerra, permitirán que la inflación vaya disminuyendo y que converja a la meta, conforme lo tenemos previsto...*”. Justo sobre este punto elaboró el Subgobernador Esquivel. En su participación con *Enfoque Noticias* mencionó que “...*es posible que alcancemos el punto más alto de inflación en agosto o septiembre de este año, un nivel un poco más alto de lo que tenemos ahora...*”. Esto se encuentra bastante en línea con nuestras expectativas al ver un máximo de 8.73% en la segunda quincena de agosto.

Sobre la convergencia al objetivo comentó que “...será un proceso largo, paulatino, pero esperamos que el proceso de desinflación, es decir de reducción de la tasa de inflación, empiece a ocurrir tan pronto como este trimestre...”. Creemos que estos comentarios pueden sugerir que estaría dispuesto a retrasar el momento en el cual Banxico podría desligarse del Fed, recordando que en las [minutas previas](#) lo había puesto en algún punto del 3T22.

Por último, el Subgobernador Heath tuvo comentarios similares en su entrevista con *Radio Fórmula*, comentando que “...ojalá la inflación llegue a su pico en el tercer trimestre de este año, de ahí empezará una trayectoria a la baja [...] yo puedo decir que será una trayectoria muy difícil, muy frágil y muy prolongada...”. Sobre los riesgos para la trayectoria, añadió que “...si vemos hacia el futuro y hacemos un balance de riesgos hay un sesgo considerable de factores que pudieran incidir a tener más inflación de lo que estamos proyectando...”. En este contexto, pensamos que él continúa siendo uno de los miembros más *hawkish* e inclusive el más sesgado hacia este lado del espectro. Por lo tanto, pensamos que podría preferir errar del lado de un mayor apretamiento que decepcionar en este frente.

Considerando estos comentarios, pensamos que las “condiciones prevalecientes” estarán forzosamente atadas a la trayectoria y expectativas de inflación, especialmente los resultados en comparación con los estimados del banco central –revisadas nuevamente al alza–. También, en si se llega a observar o no una moderación en la tasa anual antes de la próxima decisión. Si bien compartimos esto último, diferimos en el probable ritmo de moderación ya que, en nuestra opinión, la trayectoria posiblemente mostrará mayor resistencia para regresar al objetivo respecto a la presentada por el banco central. No obstante, y aunque no fue destacado en el comunicado, creemos que el otro factor clave serán las acciones que tome el Fed. Nuestro estimado es de +75pb el 21 de septiembre, con el mercado asignándole una probabilidad de alrededor de 55% a este escenario vs 45% para +50pb. Finalmente, sobre la tasa terminal seguiremos buscando comentarios al respecto ya que los miembros no han sido tan vocales hasta ahora sobre este tema. No obstante, no descartamos mayor enfoque en esto considerando que la tasa real *ex-ante* ya se encuentra en terreno restrictivo tras esta última decisión.

En general, creemos que el documento será importante para definir de mejor manera los parámetros que podrían regir las decisiones hacia delante, brindando mayor claridad sobre los puntos finos del comunicado. Seguimos convencidos de que el tono se mantendrá *hawkish*, con la Junta de Gobierno prefiriendo mantenerse muy precavida y continuar con el pie en el acelerador en términos del ritmo de restricción –al menos para septiembre– para reafirmar su compromiso con su mandato e influir en las expectativas. Así, mantenemos nuestro estimado de un incremento de 75pb el 29 de septiembre y una tasa terminal al cierre del año de 10.00%.

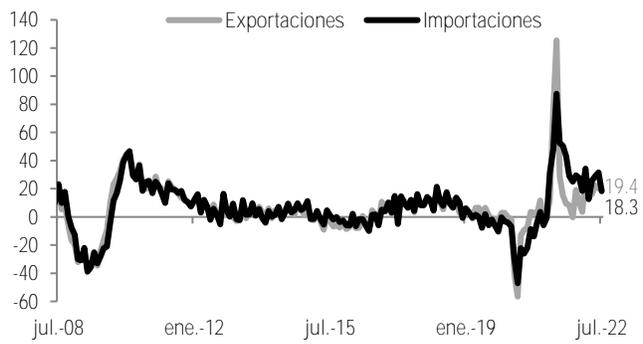
**VIERNES – Balanza comercial (julio). Banorte: -US\$4,256.3 millones; anterior: -US\$3,957.2 millones.** El déficit comercial se ampliaría en el séptimo mes del año ante una mejoría en las condiciones para el envío de mercancías, así como por un efecto estacional.

Las exportaciones e importaciones crecerían 19.4% y 18.3% a/a, respectivamente. A pesar de una moderación en los precios de algunas materias primas, estos permanecen bastante altos en la comparación anual, impulsando a las cifras dado que están medidas en términos nominales. Además, los flujos estarían apoyados por mayores volúmenes enviados, impulsados por menores contagios de COVID-19 en China y otras mejorías en términos de logística a nivel mundial.

En el sector petrolero esperamos un déficit de US\$3,565.9 millones, moderándose tras aumentar con fuerza el mes previo. Vemos a los flujos en general retrocediendo marginalmente, siendo más evidente en las importaciones que en las exportaciones. En este sentido, las primeras se ubicarían en +52.8%, con las segundas en +40.7% a/a. En cuanto a los envíos al extranjero, la mezcla mexicana se ubicó en 96.16 US\$/bbl (+40.4% a/a) desde 109.84 US\$/bbl (+62.5%). Sin embargo, y ayudando a explicar el menor déficit, los volúmenes parecen haberse acelerado, especialmente hacia EE.UU. Mientras tanto, las entradas serían más modestas, especialmente en los bienes de consumo, considerando: (1) Una fuerte caída en los precios de los futuros de gasolina; (2) reportes de menores exportaciones desde EE.UU. y cuellos de botella en cuanto a los barcos esperando para descargar combustibles en terminales mexicanas; y (3) menor movilidad ante la ola de contagios de COVID-19 a principios del mes, especialmente hacia lugares de trabajo.

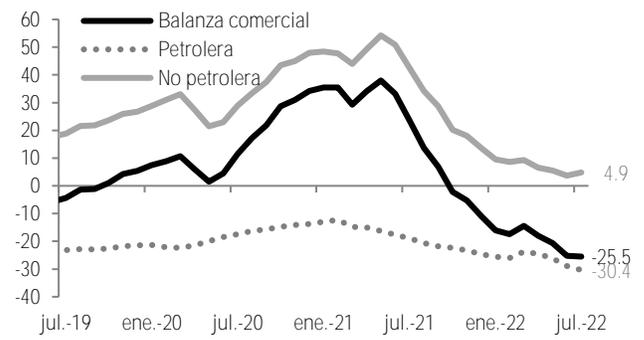
Por otra parte, esperamos un déficit de US\$690.3 millones en la balanza no petrolera. Las tendencias estacionales muestran un pequeño superávit o un déficit en este tipo de flujos en este periodo. Las exportaciones e importaciones crecerían 17.8% y 13.9%, en el mismo orden. En las primeras, los bienes agrícolas permanecerían fuertes (7.5%), con condiciones adversas para la producción en EE.UU. impulsando tanto los volúmenes como los precios. La minería no petrolera seguiría débil (-29.5%) considerando una caída secuencial adicional en los precios. En las manufacturas, los autos (28.5%) habrían ganado dinamismo, con los datos de la AMIA sugiriendo una aceleración en la comparación anual, mientras que la producción incrementó drásticamente en EE.UU. Las señales para ‘otras’ también son positivas (15.5%), con la producción industrial en EE.UU. en general más fuerte, incluyendo también el componente de ‘importaciones’ en el ISM manufacturero. En las importaciones, los flujos desde China se normalizaron aún más, mientras que el mayor dinamismo en EE.UU. podría impactar a los envíos de manera positiva. En este contexto, esperamos las importaciones de bienes de consumo en +20.2%, impulsadas por condiciones más favorables a nivel local. Los bienes intermedios se desacelerarían ligeramente a 13.2%, lo cual no sería tan malo al considerar la fortaleza del mes previo. Finalmente, los bienes de capital podrían moderarse (13.6%), en parte impactados por la ligera depreciación del tipo de cambio.

Exportaciones e importaciones  
% a/a



Fuente: INEGI, Banorte

Balanza comercial  
Mdd, suma de los últimos doce meses



Fuente: INEGI, Banorte

## Certificación de los Analistas.

Nosotros, Alejandro Padilla Santana, Juan Carlos Alderete Macal, Alejandro Cervantes Llamas, Manuel Jiménez Zaldívar, Marissa Garza Ostos, Katia Celina Goya Ostos, Francisco José Flores Serrano, José Luis García Casales, Víctor Hugo Cortes Castro, José Itzamna Espitia Hernández, Carlos Hernández García, Leslie Thalía Orozco Vélez, Hugo Armando Gómez Solís, Yazmín Selene Pérez Enríquez, Miguel Alejandro Calvo Domínguez, Daniela Olea Suárez, José De Jesús Ramírez Martínez, Gerardo Daniel Valle Trujillo, Luis Leopoldo López Salinas, Isaías Rodríguez Sobrino, Paola Soto Leal, Oscar Rodolfo Olivos Ortiz, Daniel Sebastián Sosa Aguilar y Salvador Austria Valencia 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 interposición 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 interposición 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.

<b>Dirección General Adjunta de Análisis Económico y Financiero</b>			
Alejandro Padilla Santana	Director General Adjunto de Análisis Económico y Financiero	alejandropadilla@banorte.com	(55) 1103 - 4043
Raquel Vázquez Godínez	Asistente DGA AEyF	raquel.vazquez@banorte.com	(55) 1670 - 2967
Itzel Martínez Rojas	Gerente	itzel.martinez.rojas@banorte.com	(55) 1670 - 2251
Lourdes Calvo Fernández	Analista (Edición)	lourdes.calvo@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2611
María Fernanda Vargas Santoyo	Analista	maria.vargas.santoyo@banorte.com	(55) 1103 - 4000
<b>Análisis Económico</b>			
Juan Carlos Alderete Macal, CFA	Director Ejecutivo de Análisis Económico y Estrategia Financiera de Mercados	juan.alderete.macal@banorte.com	(55) 1103 - 4046
Francisco José Flores Serrano	Director Economía Nacional	francisco.flores.serrano@banorte.com	(55) 1670 - 2957
Katia Celina Goya Ostos	Director Economía Internacional	katia.goya@banorte.com	(55) 1670 - 1821
Yazmín Selene Pérez Enríquez	Subdirector Economía Nacional	yazmin.perez.enriquez@banorte.com	(55) 5268 - 1694
Luis Leopoldo López Salinas	Gerente Economía Internacional	luis.lopez.salinas@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2707
<b>Estrategia de Mercados</b>			
Manuel Jiménez Zaldívar	Director Estrategia de Mercados	manueljimenez@banorte.com	(55) 5268 - 1671
<b>Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio</b>			
Leslie Thalía Orozco Vélez	Subdirector Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	leslie.orozco.velez@banorte.com	(55) 5268 - 1698
Isaías Rodríguez Sobrino	Gerente de Renta Fija, Tipo de Cambio y Commodities	isaias.rodriguez.sobrino@banorte.com	(55) 1670 - 2144
<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
Carlos Hernández García	Subdirector Análisis Bursátil	carlos.hernandez.garcia@banorte.com	(55) 1670 - 2250
Víctor Hugo Cortes Castro	Subdirector Análisis Técnico	victorh.cortes@banorte.com	(55) 1670 - 1800
Paola Soto Leal	Analista Sectorial Análisis Bursátil	paola.soto.leal@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 1746
Oscar Rodolfo Olivos Ortiz	Analista Sectorial Análisis Bursátil	oscar.olivos@banorte.com	(55) 1103 - 4000
<b>Análisis Deuda Corporativa</b>			
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>Análisis Cuantitativo</b>			
Alejandro Cervantes Llamas	Director Ejecutivo de Análisis Cuantitativo	alejandrocervantes@banorte.com	(55) 1670 - 2972
José Luis García Casales	Director Análisis Cuantitativo	jose.garcia.casales@banorte.com	(55) 8510 - 4608
Daniela Olea Suárez	Subdirector Análisis Cuantitativo	daniela.olea.suarez@banorte.com	(55) 1103 - 4000
Miguel Alejandro Calvo Domínguez	Subdirector Análisis Cuantitativo	miguel.calvo@banorte.com	(55) 1670 - 2220
José De Jesús Ramírez Martínez	Subdirector Análisis Cuantitativo	jose.ramirez.martinez@banorte.com	(55) 1103 - 4000
Daniel Sebastián Sosa Aguilar	Gerente Análisis Cuantitativo	daniel.sosa@banorte.com	(55) 1103 - 4000
Salvador Austria Valencia	Analista Análisis Cuantitativo	salvador.austria.valencia@banorte.com	(55) 1103 - 4000
<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
Oswaldo Brondo Menchaca	Director General Adjunto Bancas Especializadas	oswaldo.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