

Informe Trimestral Banxico – Pocos ajustes en estimados y aún con una postura *hawkish*

- Banxico publicó su *Informe Trimestral* del 2T22. En nuestra opinión, el documento no representa un cambio en el tono del banco central, manteniendo un sesgo *hawkish*
- El PIB para este año se mantuvo en 2.2% (Banorte: 2.1%). Para 2023, el estimado se recortó a 1.6% desde 2.4%. Los pronósticos de inflación y su balance de riesgos se mantuvieron sin cambios relativo [al último comunicado](#)
- Durante la sesión de preguntas y respuestas, la atención se centró en el anclaje de las expectativas de inflación, la postura monetaria relativa con el Fed, algunos efectos del PACIC y la dinámica salarial
- Hubo siete recuadros de investigación. Nos enfocamos en los estudios sobre flujos de capital, el incremento en los costos de la canasta de consumo de los hogares y la dinámica salarial de los afiliados al IMSS
- Ante pocos ajustes en la comunicación del banco central, mantenemos nuestro estimado de un alza de 75pb el 29 de septiembre, con la tasa de referencia alcanzando 10.00% al cierre del año
- Mercado consolida expectativa de +75pb en septiembre

Pocos cambios en el *Informe Trimestral*, en línea con lo esperado. El *Informe Trimestral* (IT) del 2T22 fue presentado hoy, con una conferencia liderada por la Gobernadora Victoria Rodríguez. En línea con nuestra visión, se hicieron pocos ajustes a los estimados. Como ya es usual, la trayectoria de inflación y el balance de riesgos resultaron sin cambios respecto al [último comunicado](#). La previsión del PIB de este año no se ajustó, todavía en 2.2%. No obstante, para 2023 fue más baja, pasando de 2.4% a 1.6%. En la sesión de preguntas y respuestas, la atención se centró en el anclaje de las expectativas de inflación, la postura monetaria relativa con el Fed, algunos efectos del PACIC y la dinámica salarial. En nuestra opinión, el documento y las respuestas en la conferencia de prensa no representan un cambio en el tono de la comunicación del banco central, especialmente respecto a las [minutas](#). En específico, creemos que las respuestas de hoy están alineadas con nuestra evaluación de sus opiniones en este último documento. Ante la ausencia de cambios sustanciales, mantenemos nuestra expectativa de un incremento de 75pb en la decisión del 29 de septiembre –siguiendo al Fed, con un aumento de la misma magnitud el 21 de septiembre–, con la tasa de referencia llegando a 10.00% al cierre del año.

Puntos relevantes en la sesión de preguntas y respuestas. Las preguntas de la prensa cubrieron una gran variedad de temas. No obstante, en términos de las implicaciones para la política monetaria creemos que los puntos más relevantes están asociados a: (1) El anclaje de las expectativas de inflación; (2) la postura monetaria relativa con el Fed; (3) algunos efectos del PACIC; y (4) la dinámica salarial. En el primero, la Gobernadora Rodríguez enfatizó que sí han visto mayores expectativas de corto plazo, y que es de primordial importancia lograr su anclaje. Para lograrlo se han realizado los incrementos previos, así como la ejecución de acciones futuras.

31 de agosto 2022

www.banorte.com
@analisis_fundam

Alejandro Padilla
Director General Adjunto de Análisis Económico y Financiero
alejandropadilla@banorte.com

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

Estrategia de Renta fija y FX

Manuel Jiménez
Director de Estrategia de Mercados
manuel.jimenez@banorte.com

Leslie Orozco
Subdirector de Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio
leslie.orozco.velez@banorte.com

Isaías Rodríguez
Gerente de Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio
isaias.rodriguez.sobrino@banorte.com

Decisiones de política monetaria de Banxico en 2022

Fecha	Decisión
10 de febrero	+50pb
24 de marzo	+50pb
12 de mayo	+50pb
23 de junio	+75pb
11 de agosto	+75pb
29 de septiembre	--
10 de noviembre	--
15 de diciembre	--

Fuente: Banxico

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



Documento destinado al público en general

Además, agregó que la perspectiva sigue siendo que el pico de la métrica anual será alcanzado en el 3T22. Sobre el segundo, destacaron los comentarios tanto de la Gobernadora como de los Subgobernadores Borja y Esquivel. La primera comentó que no hay un objetivo definido con respecto al diferencial de tasas con el Fed, aunque sí se toma en cuenta a la hora de las decisiones. Borja argumentó que se debe calibrar adecuadamente la magnitud de alzas en las próximas decisiones dado que ya nos encontramos en terreno restrictivo. Esto nos hace pensar que este punto sigue siendo clave en su función de reacción. Finalmente, Esquivel mantiene el sesgo más *dovish*, con puntos muy similares a los expuestos en las minutas. Sobre los efectos del PACIC, el Subgobernador Heath mencionó que los subsidios a la gasolina están diseñados para estabilizar el precio, tanto al alza como a la baja, y considera que fueron una política adecuada. En línea con lo que hemos comentado antes, argumentó que en su momento ayudaron a acotar la inflación, pero que ahora evitarán una baja sustancial en estos precios. Finalmente, en el tema salarial comentaron los Subgobernadores Espinosa y Heath. La primera dijo que no se pueden descartar presiones por este factor ante los fuertes incrementos en años previos. Además, señaló que sería deseable que los ajustes en los salarios se correspondan con ganancias en productividad. Heath elaboró que la búsqueda de incrementar el poder de compra es algo loable, aunque con las fuertes subidas, los efectos sobre los salarios medios podrían ser mayores.

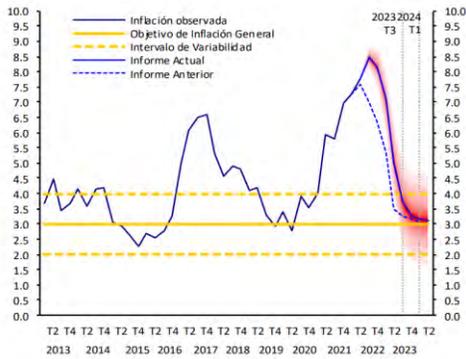
Sin cambios en el panorama inflacionario respecto al comunicado previo. La trayectoria de inflación fue la misma que la presentada en la última decisión, tal como se hizo en los cuatro informes previos. Entre los factores que se incorporaron en la última revisión, destacaron una trayectoria más elevada para las mercancías en la subyacente, ajustes en el mismo sentido en los servicios, choques en los agropecuarios por incrementos en fertilizantes y granos y el posible traspaso de las referencias internacionales a los energéticos a nivel local. Por otra parte, la lista sobre los principales factores considerados en el balance de riesgos –tanto al alza como a la baja– es prácticamente la misma, solamente destacando información adicional en cada uno de ellos. Además, sigue sesgado “considerablemente al alza”. De manera relevante, los miembros aseveraron que siguen anticipando que el pico inflacionario sea alcanzado en el 3T22, tal como se aprecia en la tabla y gráficas abajo.

Pronósticos de inflación
% a/a, promedio trimestral

	1T22	2T22	3T22	4T22	1T23	2T23	3T23	4T23	1T24	2T24
General	7.3*	7.8*	8.5	8.1	7.1	5.0	3.7	3.2	3.1	3.1
Subyacente	6.5*	7.3*	7.9	7.6	6.5	5.1	3.8	3.2	3.1	3.0

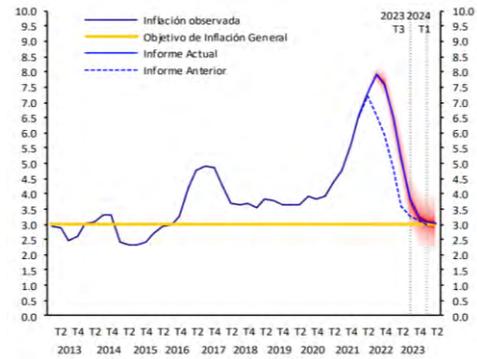
Fuente: Banco de México. * Datos observados

Gráfica de abanico: Inflación general % a/a



Fuente: Extraída directamente del Informe Trimestral de Banxico del 2T22

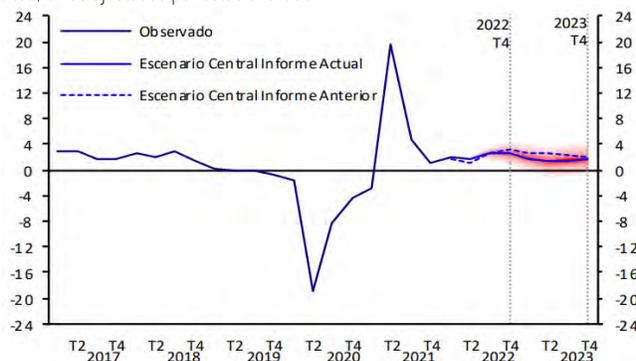
Gráfica de abanico: Inflación subyacente % a/a



Fuente: Extraída directamente del Informe Trimestral de Banxico del 2T22

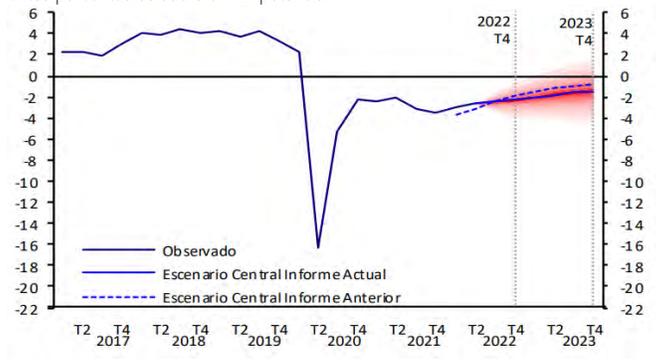
Revisión a la baja en el PIB del 2023. El banco central mantuvo su estimado para este año, con el punto medio en 2.2%, aunque con un rango ligeramente más acotado entre 1.7% a 2.7%. El estimado se mantiene bastante en línea con nuestra previsión (2.1%), y mejor en el margen a lo anticipado por el consenso. La falta de cambios se debe a la relativa fortaleza en el primer semestre –[particularmente en el 2T22](#)–, aunque reconocen un escenario más complejo para la segunda mitad. En específico, las perspectivas globales se han deteriorado por la alta inflación, políticas más restrictivas y tensiones comerciales y geopolíticas. Se espera que esto afecte a EE.UU. y, por lo tanto, a la demanda externa. Basados en esto, el panorama para 2023 es más retador, por lo que ahora anticipan un crecimiento de 1.6%, menor al 2.4% previo (rango: 1.4% a 3.4%). Esto se acerca, pero sigue siendo mayor, a nuestra expectativa de +1.0%. Considerando el escenario central de ambos años, la economía alcanzaría su nivel pre-pandemia (equivalente a la observada en el 4T19) en el 2T23, un trimestre más tarde de lo que se anticipaba anteriormente.

Pronósticos del PIB % a/a, cifras ajustadas por estacionalidad



Fuente: Extraída directamente del Informe Trimestral de Banxico del 2T22

Brecha del producto Puntos porcentuales sobre el PIB potencial



Fuente: Extraída directamente del Informe Trimestral de Banxico del 2T22

Cambios modestos en otros estimados. Banxico ajustó al alza sus estimados para la creación de empleo afiliado al IMSS de este año. El rango para 2023 fue menor nuevamente, consistente con una menor actividad económica. En las cuentas externas, los cambios fueron más sustanciales, en línea con la dinámica reciente. El déficit comercial y el balance negativo en la cuenta corriente, tanto en 2022 como 2023, sería más amplio. Para mayores detalles, ver las tablas abajo.

Principales pronósticos Banxico
Informe trimestral actual (2T22)

	2022	2023
PIB (% a/a)		
Escenario central	2.2	1.6
Intervalo	1.7 a 2.7	0.8 a 2.4
Empleo (miles)	640 a 800	420 a 620
Balanza comercial (mmd)	-26.1 a -20.1 (-1.8% a -1.4% del PIB)	-18.4 a -10.4 (-1.2% a -0.7% del PIB)
Cuenta corriente (mmd)	-19.0 a -9.0 (-1.3% a -0.6% del PIB)	-12.1 a -0.1 (-0.8% a 0.0% del PIB)

Fuente: Banxico

Principales pronósticos Banxico
Informe trimestral anterior (1T22)

	2022	2023
PIB (% a/a)		
Escenario central	2.2	2.4
Intervalo	1.6 a 2.8	1.4 a 3.4
Empleo (miles)	560 a 760	490 a 690
Balanza comercial (mmd)	-16.6 a -10.6 (-1.2% a -0.7% del PIB)	-17.2 a -9.2 (-1.1% a -0.6% del PIB)
Cuenta corriente (mmd)	-6.7 a 3.3 (-0.5% a 0.2% del PIB)	-7.9 a 4.1 (-0.5% a 0.3% del PIB)

Fuente: Banxico

Se analizaron diversos temas coyunturales. En esta ocasión, los siete recuadros de investigación fueron: (1) Evolución reciente de los flujos de capital a México y otras economías emergentes; (2) sequía en México y su potencial impacto en la actividad económica; (3) evolución reciente de los salarios nominales de los trabajadores afiliados al IMSS; (4) crédito de proveedores a las empresas durante la pandemia; (5) el aumento diferenciado del costo de la canasta de consumo para los hogares mexicanos; (6) traspaso de la tasa de referencia de México sobre las tasas de interés a distintos plazos; y (7) revisiones recientes a la calificación y perspectiva crediticia de México y Pemex. Tomando en cuenta la persistencia de la inflación, la volatilidad financiera e importancia del Fed, y la posible inercia de los salarios hacia la inflación en el mediano plazo, nos concentramos en los recuadros (1), (3) y (5).

Evidencia estadística sobre la conveniencia de seguir al Fed. El recuadro busca cuantificar la importancia de diferentes factores de riesgo –tanto externos como internos– sobre la evolución reciente de los flujos de capital, con los países emergentes experimentando importantes salidas a partir del segundo trimestre del año. Los externos se separan en: (1) Política monetaria en EE.UU.; (2) crecimiento económico en EE.UU.; y (3) incertidumbre y apetito al riesgo. En los segundos, se considera el grado en el cual la política monetaria en México afecta los flujos de capital, tomando como dados los choques externos. Los resultados sugieren que el principal determinante para una salida de flujos de capitales de mercados emergentes ha sido el apretamiento de las condiciones monetarias en EE.UU. El segundo son las expectativas de crecimiento en ese país, con un efecto positivo en los flujos (entradas de recursos) hasta el 1T22, pero adverso a partir del segundo trimestre ante los crecientes temores de desaceleración. El tercero tiene que ver con el efecto de la aversión al riesgo global, con una contribución cada vez más negativa. Tras cuantificar estos efectos externos, el estudio muestra que los factores monetarios locales sí han contribuido a la dinámica de flujos. En específico, condiciones más restrictivas (aumentos de tasas por Banxico) han mitigado los efectos de los factores externos. La estimación es que la postura más restrictiva ha contrarrestado alrededor de 52% las salidas de capital experimentadas a lo largo del año. En particular, la salida acumulada de flujos de México en acciones y bonos de US\$1,314.8 mil millones al mes de agosto. Por el contrario, la contribución positiva de una mayor restricción monetaria de Banxico ha sido de +US\$684.5 mil millones en términos de flujos de capital.

En nuestra opinión, el estudio es muy importante ya que provee evidencia estadística y cuantifica que la política monetaria sí tiene un efecto relevante en los flujos de capital a nuestro país. Por ende, esto tendría a su vez un impacto en otras variables, como el tipo de cambio. Este último es clave ya que una depreciación del peso constituye un riesgo para la inflación. A su vez, apoya nuestro argumento de que Banxico debe de seguir al Fed en el ciclo de normalización. Si bien el impacto de la política monetaria del Fed sobre los flujos es mayor, responder con alzas similares (e inclusive mayores) sí mitiga los efectos. Por lo tanto, es un canal de transmisión efectivo que debe ser utilizado para alcanzar el objetivo de inflación.

Heterogeneidad del impacto de la inflación e importancia del mandato de Banxico. El recuadro evalúa con mayor detalle el impacto que la alta inflación ha tenido sobre el consumo y bienestar de los hogares. En este sentido, es importante recordar que, para un choque determinado en precios, el impacto depende de las diferencias que existen en la canasta de consumo de cada hogar. En primer lugar, se muestra que todos los hogares han tenido una afectación, pero que los más vulnerables por nivel de ingresos han sufrido más. Por ejemplo, el incremento del costo (entre agosto-noviembre de 2020 a junio de 2022) de la típica canasta de consumo del 20% de los hogares más pobres ha sido de 13.3%. En contraste, para el 20% más rico ha sido de solo 11.6%. Además de esto, otras condiciones sociodemográficas también influyen. Entre ellos, se estima que el mayor impacto relativo ha sido en hogares: (1) Con niños menores de 12 años; y (2) encabezados por hombres, o compuestos solo de hombres, que los correspondientes a mujeres.

Consideramos que el estudio es importante ya que hace hincapié en la necesidad de que el Banco de México combata el aumento de la inflación de manera decidida. Esto se debe a que presenta evidencia de que los hogares más pobres y otros grupos vulnerables (*e.g.* la población infantil) son los más afectados por esta situación. Por lo tanto, esto constituye una razón adicional de la importancia de las funciones de la institución y el impacto directo que tiene sobre el bienestar de la población.

Evolución reciente de los salarios nominales de los trabajadores afiliados al IMSS. El recuadro presenta una descomposición de las tasas anuales del salario base de cotización para determinar las razones de su aceleración desde junio de 2021. Los hallazgos permiten inferir, hasta cierto punto, si la aceleración pudiera continuar o el efecto está desvaneciéndose. Se definieron diferentes grupos de trabajadores dependiendo de su condición laboral en el último año, y sobre todo tras la reforma de subcontratación laboral.

En los resultados, el estudio concluye que sí existió un efecto positivo por la reforma. En particular, se encuentra evidencia de que aquellos trabajadores que cambiaron de manera simultánea de empleador antes y después de la reforma vieron una aceleración del crecimiento de sus salarios. Esto también sucedió para otros grupos, pero en menor medida. Por último, un punto muy relevante es que algunos trabajadores que, aunque no fueron afectados directamente en su estatus laboral por la reforma, también vieron ganancias importantes en sus salarios, recortando la brecha salarial negativa que existía previamente en caso de pasar por un periodo de desempleo.

Esto sugiere que puede existir un efecto estructural relevante al alza en los salarios producto de la reforma. Por lo tanto, el estudio recomienda dar un seguimiento cercano a la dinámica salarial ya que los incrementos sostenibles en el largo plazo deben estar basados en un mayor nivel de productividad.

Calendario de decisiones de política monetaria de 2023. Contrastando con las publicaciones previas, el calendario se incluyó en este informe y no en el último del año. En específico, la Gobernadora Rodríguez enfatizó que debería ayudar a tener una mayor predictibilidad, así como a favorecer un mejor funcionamiento de los mercados. Similar a 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	--	--
Febrero	1	9
Marzo	22	30
Abril	--	--
Mayo	3	18
Junio	14	22
Julio	26	--
Agosto	--	10
Septiembre	20	28
Octubre	--	--
Noviembre	1	9
Diciembre	13	14

Fuente: Banxico, Reserva Federal

Con pocos cambios en los estimados y el tono del banco central, seguimos esperando +75pb en septiembre. Al no identificar cambios sustanciales en los pronósticos tanto de crecimiento como de inflación, así como el tono muy similar al de las minutas, consideramos que la señal sobre el panorama para la política monetaria no cambió materialmente. Tomando en cuenta nuestro estimado para la decisión del Fed de +75pb el 21 de septiembre, así como un contexto inflacionario todavía difícil, creemos que las condiciones son claras para nuestros pronósticos de Banxico. Reiteramos nuestra visión de un alza de 75pb en septiembre y la tasa de referencia al cierre de año en 10.00%. Más aún, pensamos que la revisión a la baja en el crecimiento de 2023 brinda un apoyo adicional a nuestra expectativa de que podríamos tener recortes en la segunda mitad de dicho año, esperando que la tasa finalice dicho periodo en 8.50%.

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

Mercado consolida expectativa de +75pb en septiembre. La reacción del mercado de tasas en México fue moderada. La curva de Bonos M se aplanó modestamente, con ligeras presiones de 3pb en el extremo corto y mayores ganancias en la parte larga (2pb). El diferencial 2/30 alcanzó mínimos multianuales de -78pb desde -70pb ayer. La curva de derivados de TIIIE-28 reflejó una dinámica similar. En nuestra opinión, el mercado ha consolidado sus expectativas sobre una postura más restrictiva de Banxico. La curva descuenta completamente un alza de 75pb en septiembre desde 50pb a inicios de mes. De esta forma, la tasa terminal del ciclo restrictivo se ubicaría en 10.00% a fin de año, en línea con nuestros estimados. En la coyuntura actual, esperamos que la curva nominal extienda el aplanamiento e inclusive su inversión observada en agosto conforme continúe el proceso de normalización monetaria. Consideramos también que, tras los últimos ajustes, los Bonos M de más largo plazo comienzan a reflejar un mayor valor relativo. En particular, los nodos Nov'38 y Nov'42 que cotizan por arriba de 9.00%. Sin embargo, seguimos prefiriendo posiciones de valor relativo ante la volatilidad. En específico, mantenemos la [recomendación de pagar TIIIE-IRS \(26x1\) y recibir SOFR de 2 años](#) iniciada el 18 de agosto con un nivel de entrada de 583pb y objetivo de 620pb (actual: 597pb).

El peso mexicano fluctuó entre 20.10 y 20.15 por dólar, diluyendo parte de las ganancias acumuladas al inicio de la sesión. Sin embargo, se mantuvo positivo estabilizándose en 20.13, equivalente a una apreciación de 0.1%. Si bien la divisa mantiene un desempeño resiliente, consideramos que el espacio de apreciación adicional está limitado. Sobre todo, porque nuestros modelos sugieren una sobrevaluación de 8.00% y esperamos que el dólar extienda su fortalecimiento de cara a un Fed más *hawkish*. En este sentido, vemos atractiva la compra de dólares por debajo del psicológico de 20.00.

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, Cintia Gisela Nava Roa, Miguel Alejandro Calvo Domínguez, Daniela Olea Suárez, José De Jesús Ramírez Martínez, Gerardo Daniel Valle Trujillo, Luis Leopoldo López Salinas, Isaiás 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 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
COMPRA	Cuando el rendimiento esperado de la acción sea mayor al rendimiento estimado del IPC.
MANTENER	Cuando el rendimiento esperado de la acción sea similar al rendimiento estimado del IPC.
VENTA	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.
Dirección General Adjunta de Análisis Económico y Financiero

Alejandro Padilla Santana	Director General Adjunto de Análisis Económico y Financiero	alejandro.padilla@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

Análisis Económico

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
Katía 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
Cintia Gisela Nava Roa	Subdirector Economía Nacional	cintia.nava.roa@banorte.com	(55) 1103 - 4000
Luis Leopoldo López Salinas	Gerente Economía Internacional	luis.lopez.salinas@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2707

Estrategia de Mercados

Manuel Jiménez Zaldívar	Director Estrategia de Mercados	manuel.jimenez@banorte.com	(55) 5268 - 1671
-------------------------	---------------------------------	----------------------------	------------------

Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio

Leslie Thalia Orozco Vélez	Subdirector Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	leslie.orozco.velez@banorte.com	(55) 5268 - 1698
Isaias Rodríguez Sobrino	Gerente de Renta Fija, Tipo de Cambio y Commodities	isaias.rodriguez.sobrino@banorte.com	(55) 1670 - 2144

Análisis Bursátil

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

Análisis Deuda Corporativa

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

Análisis Cuantitativo

Alejandro Cervantes Llamas	Director Ejecutivo de Análisis Cuantitativo	alejandro.cervantes@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

Banca Mayorista

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.ceballos@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	raul.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 Roldán Ferrer	Director General Adjunto Banca Empresarial	victor.rolan.ferrer@banorte.com	(55) 1670 - 1899