

## La Semana en Cifras

### Atención a las revisiones de estimados en el *Informe Trimestral de Banxico*

- **Informe Trimestral de Banxico (3T22).** Como es usual, será publicado a las 12:30pm y estará acompañado por la conferencia de prensa liderada por la Gobernadora Victoria Rodríguez. Al igual que en los últimos informes, la atención estará en la actualización de los estimados del PIB –esperando una revisión al alza para 2022, aunque con 2023 probablemente a la baja– y otras variables económicas, temas relevantes incluidos en los recuadros de investigación y la sesión de preguntas y respuestas de la ponencia. Además, no esperamos revisiones a los estimados de inflación
- **Indicadores del IMEF (noviembre).** Anticipamos resultados mixtos en los indicadores. En específico, anticipamos el índice manufacturero más bajo en 49.5pts (previo: 50.1pts), impactado por señales adversas desde EE.UU., y con un entorno todavía complejo a nivel local –con paros en las armadoras prevaleciendo, pero con mejorías en el frente de precios. Mientras tanto, el no manufacturero se mantendría al alza, alcanzando 52.6pts (previo: 51.8pts). Esperamos que la moderación en las presiones inflacionarias, en conjunto con el impulso de *El Buen Fin* y de la Copa del Mundo de la FIFA, beneficien a los servicios

25 de noviembre 2022

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

Cintia Nava  
Subdirector de Economía Nacional  
cintia.nava.roa@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. 28-nov.	6:00am	Balanza comercial	Octubre	US\$ millones	<u>-3,706.2</u>	-2,750.0	-895.4
		Exportaciones		% a/a	<u>21.2</u>	--	25.3
		Importaciones		% a/a	<u>21.9</u>	--	20.8
mar. 29-nov.	6:00am	Tasa de desempleo desestacionalizada	Octubre	%	<u>3.21</u>	3.24	3.34
				%	<u>3.16</u>	--	3.14
mar. 29-nov.	9:00am	Reservas internacionales	25-nov.	US\$ miles de millones	--	--	198.2
mié. 30-nov.	9:00am	Crédito al sector privado	Octubre	% a/a real	<u>4.1</u>	--	3.9
		Consumo		% a/a real	<u>6.7</u>	--	6.5
		Vivienda		% a/a real	<u>3.2</u>	--	3.0
		Empresa		% a/a real	<u>3.4</u>	--	3.0
mié. 30-nov.	12:30pm	Informe Trimestral de Banxico	3T22				
mié. 30-nov.		Reporte de finanzas públicas (medido con RFSP)	Octubre	\$ miles millones	--	--	-492.3
jue. 1-dic.	9:00am	Remesas familiares	Octubre	US\$ millones	<u>5,215.7</u>	5,105.0	5,030.8
jue. 1-dic.	9:00am	Encuesta de expectativas Banxico	Noviembre				
jue. 1-dic.	12:00pm	IMEF	Noviembre				
		Manufacturero		índice	<u>49.5</u>	--	50.1
		No Manufacturero		índice	<u>52.6</u>	--	51.8

Fuente: Banorte; Bloomberg

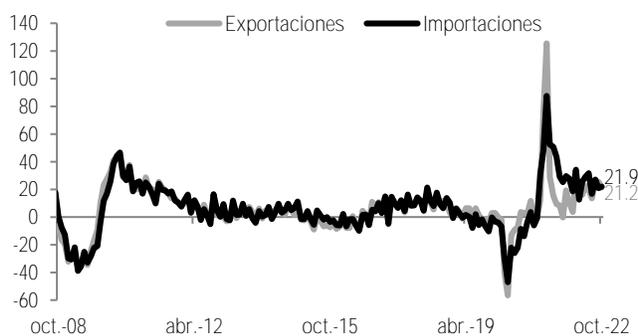
Procediendo en orden **cronológico...**

**LUNES – Balanza comercial (octubre). Banorte: -US\$3,706.2 millones; anterior: -US\$895.4 millones.** Esperamos que el déficit se amplie, mostrando un comportamiento más parecido al del periodo mayo-agosto. Esto estaría impulsado por una recuperación en las importaciones tras haberse estancado el mes previo, que estimamos en 21.9% a/a. Por su parte, vemos las exportaciones en 21.2%. Las distorsiones por las variaciones en precios continuarían, con cierta estabilización en los precios de energéticos, mientras que los costos de transporte han seguido moderándose. De manera relevante, la situación en China sigue siendo incierta, con señales de que algunas industrias continúan enfrentando problemas de suministro, mientras que otras se han normalizado.

Anticipamos un déficit de US\$3,501.5 millones en la balanza petrolera, estable vs. septiembre. Las exportaciones (23.8% a/a) reflejarían un alza marginal en el precio de la mezcla mexicana a 81.18 US\$/bbl (6.1%) desde 80.35 US\$/bbl (18.9%), aunque con los volúmenes –al menos hacia EE.UU.– considerablemente más fuertes. En las importaciones (46.4%), los precios tuvieron una dinámica mixta –con los futuros de gasolina repuntando, pero el gas extendiendo a la baja, mientras que los flujos parecerían más estables. Esto último sería consistente con nuestra visión de que la movilidad ya se ha recuperado prácticamente en su totalidad y que el margen de mejoría está acotado.

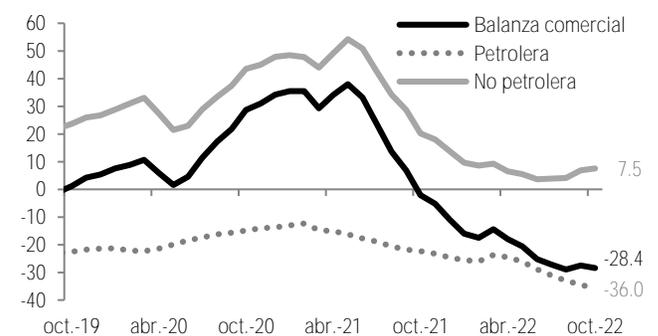
La balanza no petrolera regresaría a un déficit de US\$204.7 millones tras un superávit de US\$2,707.8 millones el mes previo. Dentro de las exportaciones (21.0% a/a), las manufacturas se mantendrían dinámicas, tanto las automotrices (34.4%) como ‘otras’ (17.6%). En general, el apoyo seguiría viniendo de la industria en EE.UU., con un comportamiento mayormente positivo, refrendado en las exportaciones de la AMIA (19.3%) para las primeras. Las agropecuarias recuperarían cierto dinamismo (5.1%), mientras que las extractivas se mantendrían bajas ante la moderación en los precios (-16.2%). En las importaciones (19.1%), esperamos una aceleración en los flujos de consumo (27.0%) como parte de las preparaciones para las ventas de fin de año, teniendo un efecto positivo también en las intermedias (17.5%). Finalmente, en las de capital (23.3%), creemos que mayores temores sobre una desaceleración global podrían pesar en las decisiones de inversión a pesar de una apreciación del peso.

Exportaciones e importaciones  
% a/a



Fuente: INEGI, Banorte

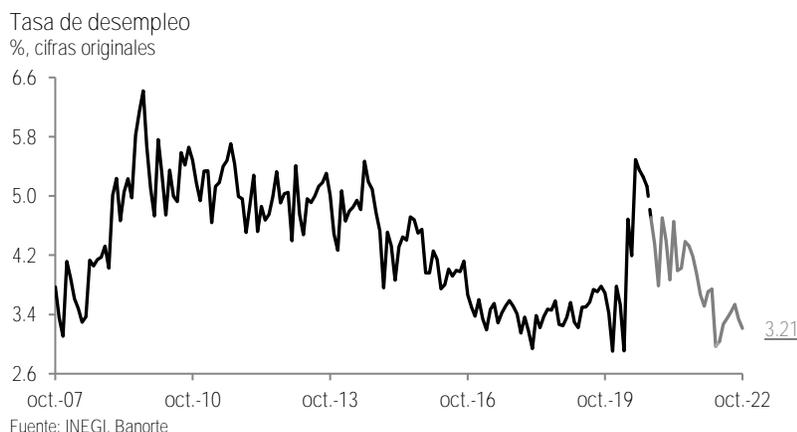
Balanza comercial  
Mmd, suma de los últimos doce meses



Fuente: INEGI, Banorte

**MARTES – Tasa de desempleo (octubre). Banorte: 3.21%; anterior: 3.34% (cifras originales).** La mayor parte del ajuste estaría explicado por la estacionalidad, con las distorsiones de las vacaciones de verano y el regreso a clases siendo asimiladas. Considerando esto, esperamos estabilidad en las cifras ajustadas por estacionalidad, con el dato en 3.16% (previo: 3.14%). Creemos que la creación de empleo se reanuda, impulsada tanto por la estacionalidad positiva como una base más favorable tras una ligera caída el mes previo. Además, los datos disponibles sugieren que el dinamismo económico prevaleció, lo cual debió haber ayudado al desempeño del mercado laboral. Relevante para el resultado, la población económicamente activa tiende a rebotar en el periodo, lo que en nuestra opinión ayudaría a compensar por el progreso en el empleo y apoyando la estabilidad en la tasa de desempleo. Por otra parte, podríamos ver nuevas mejoras en la tasa de subocupación, en nuestra opinión todavía con espacio para mejorar. Sobre la informalidad, la distribución se encuentra prácticamente en línea con su promedio de largo plazo, lo cual nos hace pensar que los ajustes serían más modestos, probablemente influenciados por tendencias estacionales. Finalmente, seguiremos atentos a los salarios, los cuales mejoraron al fin el mes pasado tras una disminución en los cuatro meses precios, aunque no siendo suficiente para compensar por las persistentes presiones inflacionarias.

La mayoría de los datos oportunos son favorables. El IMSS reportó 208.0 mil nuevos empleos. Más importante, esto es equivalente a 40.1 mil nuevas posiciones con cifras ajustadas por estacionalidad, menor a los +43.0 mil del mes previo, pero todavía positivo. En los indicadores de tendencia agregada, los componentes de empleo subieron en tres de cuatro grandes rubros (manufacturas, construcción y comercio), con un retroceso en los servicios no financieros. Mientras tanto, los indicadores del IMEF fueron mixtos, con +0.4pts en las manufacturas, pero el no manufacturero en -0.2pts. Consistente con lo anterior, el PMI manufacturero de *S&P Global* apunta a una ligera mejoría, diciendo que *“Las compañías trataron de aliviar las presiones sobre la capacidad contratando trabajadores temporales en octubre. Sin embargo, la tasa de creación de empleo fue apenas marginal”*. Hacia delante, creemos que el mercado laboral podría seguir mejorando en el corto plazo, aunque probablemente a un ritmo más modesto considerando retos adicionales, especialmente en el frente externo, lo cual podría impactar sectores clave tales como manufacturas. No obstante, la resiliencia doméstica podría ayudar a compensar por la anterior, con señales de que el consumo permanece fuerte.



**MARTES – Reservas internacionales (25 de noviembre); anterior: US\$198,184 millones.** La semana pasada las reservas aumentaron en US\$323 millones, explicado por: (1) Una mayor valuación de los activos de la institución por US\$443 millones; y (2) pese al pago anual de la comisión neta correspondiente a la Línea de Crédito Flexible al FMI por US\$120 millones. Con ello, las reservas registraron un saldo de US\$198,184 mil millones (ver tabla abajo). En lo que va del año, las reservas han retrocedido en US\$4,216 millones.

Reservas internacionales  
Millones de dólares

	2021	18-nov.-22	18-nov.-22	Acumulado en el año
	Saldos		Flujos	
Reserva Internacional (B)-(C)	202,399	198,184	323	-4,216
(B) Reserva Bruta	207,745	202,027	-182	-5,718
Pemex	--	--	0	350
Gobierno Federal	--	--	-197	-314
Operaciones de mercado	--	--	0	0
Otros	--	--	15	-5,754
(C) Pasivos a menos de 6 meses	5,346	3,843	-505	-1,502

Fuente: Banco de México

**LUNES – Crédito bancario al sector privado (octubre). Banorte: 4.1% a/a en términos reales; anterior: 3.9%.** Con ello, el crédito hilaría siete meses con tasas positivas. Pensamos que la recuperación continuó, apoyada por fundamentales todavía fuertes –incluyendo las remesas y el empleo– y con la actividad todavía manteniendo una tendencia favorable. Además, el efecto aritmético de la inflación es positivo en 29bps, con [la métrica anual moderándose a 8.41% en el mes](#). No obstante, ante la persistencia de las presiones en precios, creemos que las familias seguirán recurriendo al crédito para intentar suavizar sus patrones de consumo. Por otro lado, los préstamos empresariales podrían seguir bonificándose de los esfuerzos de *nearshoring*, aunque posiblemente resintiendo el incremento en los costos de financiamiento. Así, en el detalle, anticipamos el crédito al consumo en 6.7% (previo: 6.5%), el empresarial en 3.2% (previo: 3.0%) y la vivienda en 3.4% (previo: 3.0%).

**MIÉRCOLES – Informe Trimestral de Banxico (3T22).** Como es usual, será publicado a las 12:30pm y estará acompañado por la conferencia de prensa liderada por la Gobernadora Victoria Rodríguez. Al igual que en los últimos informes, la atención estará en la actualización de los estimados del PIB y otras variables económicas, temas relevantes incluidos en los cuadros de investigación y la sesión de preguntas y respuestas de la ponencia.

Sobre la actividad, el estimado para el PIB en 2022 se ubica en 2.2%, quedando un poco atrás relativo al consenso de las últimas encuestas y las revisiones de algunos organismos internacionales. Esto se debe al buen resultado [del PIB preliminar del 3T22](#), lo que nos llevó a revisar al alza nuestro pronóstico a 2.7%. Así, es prácticamente seguro que tendremos una revisión al alza, lo que es una noticia favorable considerando un entorno considerablemente retador. No obstante, el ajuste para 2023 será más relevante, con el estimado actualmente en 1.6%. En este caso pensamos que la revisión será a la baja, con nuestro estimado (1.0%), encuestas (consenso *Citibanamex*: 0.9%) y organismos internacionales (FMI: 1.2%) más pesimistas.

Los principales retos externos para la actividad incluyen: (1) El apretamiento monetario global, impactando las condiciones de demanda, particularmente en EE.UU.; (2) la incertidumbre en torno a la guerra en Ucrania y su efecto en las materias primas y la actividad en Europa; y (3) la desaceleración de la actividad en China, con el COVID-19 siendo todavía un tema importante y a pesar de medidas de estímulo fiscales y monetarias. En el frente doméstico, creemos que las presiones inflacionarias han mermado el poder adquisitivo de las familias. En un contexto de mayor incertidumbre, esto probablemente se refleje en una moderación del consumo a pesar de su buen desempeño hasta ahora.

Relacionado a esto, estaremos atentos a los cálculos sobre la holgura de la economía. De acuerdo con los últimos comentarios de la institución, esta ha disminuido. Sin embargo, no descartamos que pueda aumentar debido a expectativas más pesimistas sobre el próximo año. También relevante, veremos si se abordan temas estructurales –así como problemas de medición– que podrían estar afectándola, particularmente considerando sus potenciales implicaciones para el panorama de política monetaria. Respecto a otros indicadores complementarios, las cuentas externas podrían mostrar déficits más amplios al considerar los últimos reportes de [balanza comercial](#) y [la balanza de pagos](#). Finalmente, los últimos datos de afiliados al IMSS han sido bastante positivos, por lo que los estimados de empleo podrían ajustarse nuevamente al alza.

En la inflación, no esperamos cambios. Para ilustrar la dinámica actual, en lo que va del trimestre (con datos hasta la 1ª quincena de noviembre), el promedio para la general es de 8.3%, en línea con el estimado del banco central. Mientras tanto, la subyacente promedia 8.5%, con el pronóstico de Banxico también en 8.3%. Dado que los estimados no serán actualizados, la atención estará en los distintos factores de riesgo para la inflación, recordando que son explicados con mayor detalle en esta publicación.

El enfoque en los recuadros de investigación probablemente se mantendrá en temas inflacionarios, en particular en la dinámica del componente subyacente considerando los últimos datos y la trayectoria esperada. No obstante, también podríamos ver un análisis más profundo de las [medidas complementarias al PACIC](#) o de los efectos de los subsidios a los combustibles. También sería importante si el banco central presenta alguna actualización sobre su estimado de la tasa neutral de largo plazo –algo que hemos venido mencionando en reportes previos. En nuestra opinión esto sería muy relevante considerando el creciente debate sobre el posible nivel terminal de la tasa de referencia en este ciclo de apretamiento. Finalmente, podríamos ver estudios sobre la actividad y otros temas importantes para el banco central. En la conferencia de prensa, pensamos que los miembros de la Junta de Gobierno se enfocarán en: (1) Sus expectativas sobre la inflación, particularmente por la divergencia entre la subyacente y la no subyacente; y (2) el punto terminal del ciclo restrictivo, así como la magnitud de los siguientes movimientos.

En general, creemos que el documento refrendará la postura menos *hawkish* que vimos en el [último comunicado](#) y las [minutas](#), apoyando nuestra visión de un ajuste de +50pb en diciembre –tras cuatro aumentos de 75pb. Con esto, la tasa de referencia cerraría el año en 10.50%.

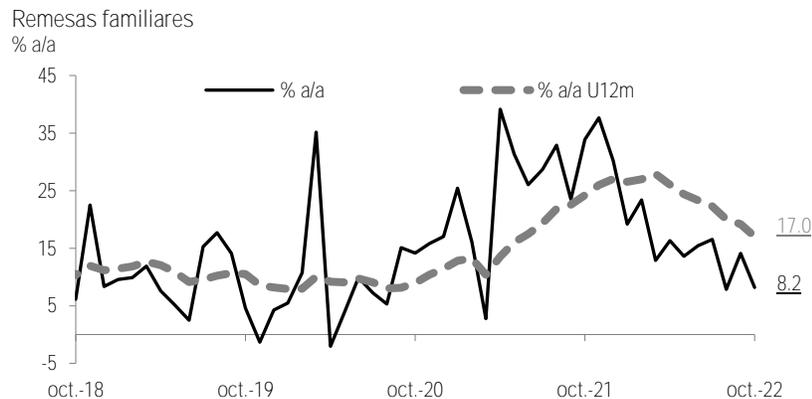
No obstante, no marcaría el fin del ciclo de alzas, anticipando dos incrementos más de 25pb cada uno en febrero y marzo, con un punto terminal de 11.00% al cierre del 1T23.

**MIÉRCOLES – Reporte de finanzas públicas (octubre); anterior: -\$492.3 mil millones (medido con los RFSP).** La atención se centrará en el balance público y los *Requerimientos Financieros del Sector Público* (RFSP), en particular en su nivel de avance relativo a las estimaciones presentadas en los [Criterios Generales de Política Económica](#). Por su parte, en los ingresos, los petroleros probablemente se mantendrán altos por los precios, aguardando los datos de ISR e IVA. Además, vigilaremos al IEPS, considerando que en el mes se volvieron a instrumentar los subsidios complementarios a los combustibles. En los egresos, seguiremos el desglose del costo financiero y el gasto programable – en particular en ramos autónomos y administrativos, así como el gasto de Pemex y CFE. Finalmente analizaremos la deuda pública, que sumaba \$13.5 billones en septiembre (medido por el Saldo Histórico de los RFSP).

**JUEVES – Remesas familiares (octubre): Banorte: US\$5,215.7 millones; anterior: US\$5,030.8 millones.** La aceleración en el monto está explicada por un efecto estacional positivo, con las señales para el periodo teniendo un sesgo negativo. Consistente con lo último, el resultado implica una expansión de 8.2% a/a vs el +14.1% visto el mes previo. En nuestra opinión, las condiciones de empleo mostraron ligeramente menos fortaleza en EE.UU., impactando los flujos. En este sentido, la nómina no agrícola mostró una creación de 261 mil plazas, menor a las 315 mil de septiembre, con la tasa de desempleo subiendo a 3.7% (previo: 3.5%). Esta última medida también se deterioró para los hispanos y latinos a 4.2%. En un tono similar, estimamos que subió en 45pb –a 4.0%– para los mexicanos. Los mexicanos en edad de trabajar –‘nativos’, ‘ciudadanos no nativos’ y ‘no ciudadanos’ (tanto legales como ilegales)– resultaron sin cambios. No obstante, se registraron 250 mil menos empleados. Aunque estos datos se encuentran sujetos a patrones estacionales, tomando en cuenta los efectos del apretamiento monetario, tendremos que estar muy atentos para ver si se materializa una desaceleración más sustancial que impacte a los flujos.

Sobre la actividad, datos oportunos de los PMIs –especialmente de *S&P Global*– sugieren una moderación. Esto fue apoyado por la producción industrial (-0.1% m/m), mientras que los datos del sector vivienda fueron negativos –destacando caídas en inicios de construcción. Los retos para los precios parecen haberse aminorando, con la inflación al consumidor moderándose a tasa anual a 7.7% desde 8.2%, aunque todavía con ciertas presiones en la subyacente. Por lo tanto, pensamos que esto último podría seguir siendo una limitante importante para las remesas. En el margen, las condiciones migratorias parecen haber mejorado, con la previsión del *Title 42*, que permitía que personas que buscaban asilo en EE.UU. tuvieran que esperar en México, siendo anulada por un juez.

En general, seguimos pensando que los riesgos para los flujos siguen sesgados a la baja. No obstante, los migrantes seguirán realizando esfuerzos extraordinarios para enviar los mayores recursos posibles a sus familias. Así, el resultado sería consistente con nuestro estimado de flujos totales en 2022 entre US\$59 mil a US\$60 mil millones.



**JUEVES – Encuesta de expectativas de Banxico (noviembre).** La atención estará en la inflación, crecimiento, tasa de referencia y tipo de cambio. En la primera, la mediana al cierre del 2022 se ubica en 8.5%, por arriba de nuestro estimado de 8.4%. Considerando una dinámica relativamente favorable en los últimos datos podríamos ver cierta estabilidad, sin descartar un posible ajuste a la baja. Mientras tanto, no esperamos ajustes sustanciales en las expectativas de mediano y largo plazo, manteniéndose arriba del objetivo. El PIB para 2022 está en 2.1% (Banorte: 2.7%) –esperando una revisión importante tras la publicación del [PIB del 3T22](#)–, mientras que para 2023 se ubica en 1.0%, en línea con nuestro pronóstico. La tasa de referencia se ubica en 10.50%, también coincidiendo con nuestro estimado, con el año siguiente en 10.25% (Banorte: 10.25%). Finalmente, el tipo de cambio está en USD/MXN 20.40 para diciembre (Banorte: 20.70). Una depreciación adicional es anticipada para 2023, llegando a USD/MXN 21.03.

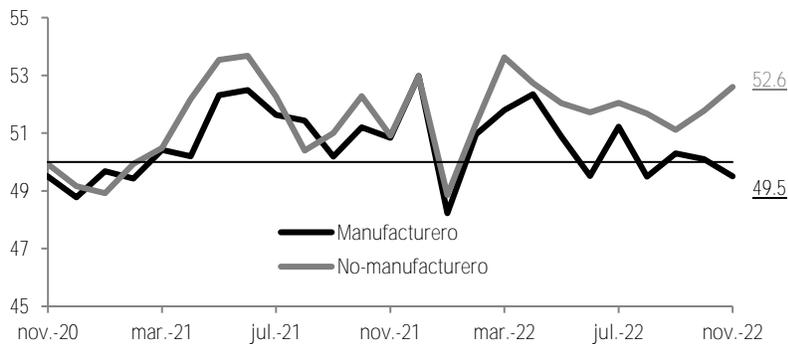
**JUEVES – Indicadores IMEF (noviembre); Manufacturero – Banorte: 49.5pts, previo: 50.1pts; No manufacturero – Banorte: 52.6pts, previo: 51.8pts.** Esperamos un comportamiento mixto al interior, reafirmando la tendencia del mes previo. Así, el manufacturero caería a terreno de contracción. Por su parte, el no manufacturero hilaría su segundo mes al alza. Estos resultados serían consistentes con nuestra expectativa de una moderación de la industria en el último trimestre del año, mientras que la demanda doméstica continuaría impulsando a los servicios.

Esperamos el manufacturero en 49.5pts (desde 50.1pts) profundizando la caída de octubre. Esto en un contexto donde los riesgos de corto plazo en la industria continúan sesgados a la baja, con temores de un menor crecimiento global –especialmente en EE.UU. Sobre esto último, el PMI manufacturero de *S&P Global* en EE.UU. se situó en contracción, en 47.6pts desde 50.4pts en octubre y un mínimo de 30 meses. De acuerdo con el reporte, la producción y los nuevos pedidos tuvieron caídas significativas debido a que las condiciones de demanda nuevamente se vieron obstaculizadas por la inflación y la incertidumbre de la economía. En el frente local, el sector se ha beneficiado de menores precios de los energéticos (especialmente gas LP, que lleva contrayéndose desde agosto pasado), lo cual se ha visto reflejado en una tendencia a la baja en los precios de los bienes intermedios de la industria manufacturera (también desde agosto). No obstante, los retos continúan por la gestión de inventarios y del abastecimiento de las cadenas de producción.

Así, la industria automotriz continúa pactando paros técnicos con los sindicatos y trabajadores durante noviembre. Este es el caso de la planta de GM Ramos Arizpe (paro del 31 de octubre al 4 de noviembre) y de Volkswagen Puebla (del 14 al 18 de noviembre). En ese sentido, el secretario general de la Confederación de Trabajadores de México, Tereso Medina Ramírez, prevé que continuarán los paros técnicos por la falta de semiconductores sin una solución a corto plazo. En este contexto, anticipamos caídas en ‘producción’ y ‘entrega de productos’, sin descartar mejorías en ‘nuevos pedidos’ por un posible aumento de la demanda hacia el cierre del año.

El no manufacturero registraría un alza relevante, desde 51.8pts a 52.6pts, reflejando un mayor dinamismo de la demanda interna a pesar de las presiones inflacionarias. La [inflación de la 1ª mitad de noviembre](#) refleja que los bienes y servicios relacionados a los alimentos, así como servicios turísticos, continúan presionados. A pesar de lo anterior, consideramos que el consumo seguirá su tendencia de crecimiento, apoyado por fundamentales sólidos (e.g. empleo y remesas). Adicionalmente, las compras del *El Buen Fin* y las actividades recreativas relacionadas a la Copa Mundial de la FIFA 2022 darán un impulso relevante a los servicios hacia la segunda mitad del mes. En este contexto, anticipamos que el índice esté apoyado por un crecimiento de ‘nuevos pedidos’, ‘producción’ y ‘empleo’.

Indicadores del IMEF  
Indicadores de difusión, cifras ajustadas por estacionalidad



Fuente: IMEF, 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, 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, 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.**

<b>Dirección General Adjunta de Análisis Económico y Financiero</b>			
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
<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
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
<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>			
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
<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
<b>Análisis Deuda Corporativa</b>			
Hugo Armando Gómez Solís	Subdirector Deuda Corporativa	hugoa.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	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
<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.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
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