

## PIB 4T22 – Ligera revisión al alza, con el avance de todo el año en 3.1%

- **Producto Interno Bruto (4T22 F): 3.6% a/a; Banorte: 3.6%; consenso: 3.5% (rango: 3.3% a 3.7%); preliminar: 3.5%**
- **Producto Interno Bruto (4T22 F): 0.5% t/t (ajustado por estacionalidad); Banorte: 0.5%; consenso: 0.4% (rango: 0.3% a 0.5%); preliminar: 0.4%**
- **Con esto, la economía creció 3.1% en todo 2022 –mejor al 3.0% del reporte preliminar– impulsada por la producción industrial (3.3%) y los servicios (2.8%)**
- **En el trimestre, las revisiones fueron mixtas. La industria se ajustó a 0.5% t/t (+14pb), con los servicios en 0.1% (-5pb). Finalmente, las actividades primarias resultaron en 2.0% (-5pb)**
- **El IGAE de diciembre creció 0.3% m/m (2.6% a/a), insuficiente para borrar las pérdidas de noviembre. El dinamismo estuvo centrado en la industria (+0.7% m/m), aunque con los servicios también positivos (+0.3%)**
- **Este resultado apoya nuestra visión sobre un impulso inercial importante para el PIB del 2023. Mantenemos nuestro estimado de 1.5% para el año, con los riesgos relativamente balanceados**

24 de febrero 2023

www.banorte.com  
@analisis\_fundam

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

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

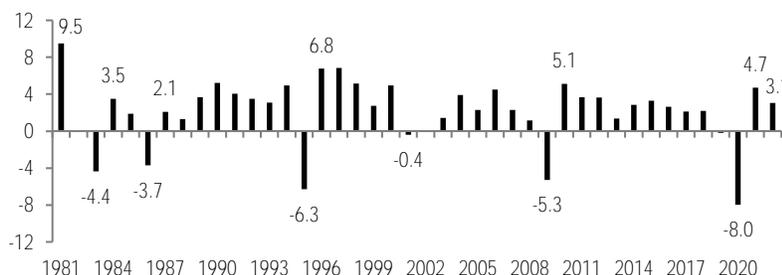
Francisco José Flores Serrano  
Director de Economía Nacional  
francisco.flores.serrano@banorte.com

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

Cintia Gisela Nava Roa  
Subdirector de Economía Nacional  
cintia.nava.roa@banorte.com

**Revisión al alza para el PIB del 2022, ahora en 3.1%.** El reporte muestra que la economía se expandió 3.6% en el 4T22 (ver [Gráfica 1](#)), un ajuste de +8pb con relación a la cifra preliminar. De manera similar, ajustada por estacionalidad resultó más alta en 3.7% a/a, con moderadas distorsiones por calendario ([Tabla 1](#)). De vuelta a cifras originales, tanto la industria como los servicios fueron revisados al alza, quedando en 3.2% (+23pb) y 3.5% (+4pb), respectivamente, como se observa en la [Gráfica 2](#). Mientras tanto, las actividades primarias quedaron en 6.3% (-37pb). Con estos ajustes, el PIB creció 3.1% en todo 2022, ligeramente mayor a lo reportado en enero. Como hemos mencionado antes, esto es más positivo que lo esperado a lo largo de todo el año, con la actividad no sólo resiliente, sino con una fortaleza notable en un contexto retador caracterizado por presiones inflacionarias, el apretamiento monetario, las continuas interrupciones en las cadenas de suministro y tensiones geopolíticas, entre otros factores.

PIB  
% a/a, cifras originales



Fuente: INEGI

**Mejor desempeño secuencial.** El PIB creció 0.5% t/t ([Gráfica 3](#)), mayor por 1pb vs su cifra preliminar. El resultado sigue siendo favorable a pesar de ser menor que los cuatro periodos previos, reconociendo efectos de base más retadores y otros desafíos. Con este resultado, la actividad económica ahora es 0.7% mayor al nivel pre-pandemia y solo 0.03% arriba de su máximo histórico previo, en el 1T19 ([Gráfica 5](#)).

Así, las actividades primarias tuvieron la mayor expansión en 2.0%, con una revisión de -5pb. En nuestra opinión, condiciones climáticas favorables jugaron un papel clave. Mientras tanto, la industria creció 0.5% ([Gráfica 4](#)), ajustada al alza en 14pb. En contraste con periodos previos, la fortaleza se centró en la construcción (2.2%), en nuestra opinión beneficiada por: (1) Una reducción en las presiones inflacionarias del sector; (2) continuos esfuerzos en proyectos de infraestructura; y (3) la inversión relacionada con el *nearshoring*. La minería también fue positiva en 1.2%, impulsada principalmente por los ‘servicios relacionados’, lo que sugiere algunos retos estructurales. Finalmente, las manufacturas cayeron 0.6%, rompiendo con cuatro trimestres de mejorías. Este resultado estuvo influenciado por diversos factores, incluyendo la desaceleración en la producción industrial de EE.UU.

Finalmente, los servicios crecieron 0.1% (-5pb). Al interior, 8 de las 15 categorías mejoraron. El sector con la mayor expansión fue esparcimiento (5.0%), seguido de servicios corporativos (2.4%) y actividades gubernamentales (1.1%). Mientras tanto, las caídas más notorias fueron en servicios de apoyo (-9.2%), profesionales (-4.4%) y ventas al menudeo (-1.5%). Las categorías relacionadas al turismo se mantuvieron positivas, tanto con transporte como hospedaje en 0.6%. Consistente con un efecto de base retador, las ventas mayoristas retrocedieron 1.3%. Para mayores detalles, consultar la [Tabla 4](#).

**Repunte económico en diciembre.** En conjunto con el PIB, el INEGI publicó el IGAE para el último mes del año, quedando en 2.6% a/a (Banorte: 2.8%; consenso 2.8%). Con cifras ajustadas por estacionalidad el dato es mayor –dado que se tuvieron dos días labores menos en la comparación anual– en 3.1%. Esto fue mucho mejor que el estimado de 2.6% del [IOAE](#). En términos secuenciales se tradujo en una expansión de 0.3% m/m, insuficiente para borrar la pérdida de 0.4% de noviembre. Por sectores, y como ya era sabido, [la industria creció 0.7% m/m](#), con fortaleza tanto en la construcción como en la minería. Mientras tanto, los servicios avanzaron 0.3%, con 6 de los 9 subsectores más altos. Finalmente, las actividades primarias aumentaron 0.2%, bastante positivo considerando la expansión de 4.5% en noviembre.

**Impulso inercial para 2023 marginalmente mayor, con riesgos equilibrados para nuestro pronóstico de todo el año.** Con estos resultados, reafirmamos nuestra estimación del PIB para 2023 en 1.5%. En particular, la revisión implica un impulso inercial ligeramente mayor para el año, que estimamos entre 1.0% y 1.1%.

Por lo tanto, el crecimiento adicional provendría de varios factores, entre ellos: (1) La resiliencia relativa de la demanda de EE.UU. apoyando las exportaciones y la industria local, junto con remesas solidas; (2) la expansión de los programas de asistencia social y atención a proyectos de infraestructura por parte del Gobierno Federal; y (3) una derrama positiva de la implementación de inversiones relacionadas con el *nearshoring*.

En este entorno, creemos que el balance de riesgos está relativamente equilibrado. Entre los riesgos al alza, algunos de más relevantes están relacionados con las expectativas de una reapertura más rápida de la economía china, con señales de que la pandemia está bajo control. Además, las expectativas generales de recesión se han moderado –lo que incluso ha provocado que las apuestas sobre la política monetaria indiquen que el apretamiento se mantendrá por más tiempo. Adicionalmente, creemos que las actuales consultas al TMEC están siendo abordadas de manera adecuada, limitando así el riesgo de establecer paneles de controversia que generen incertidumbre para nuevas inversiones. Finalmente, la recuperación del sector automotriz podría significar un motor importante a lo largo del año, con mejores perspectivas en la parte de cadenas de suministros y nueva inversión extranjera directa. Por el contrario, los riesgos a la baja incluyen presiones de precios que podrían seguir afectando los salarios reales y, en consecuencia, limitar el crecimiento adicional del consumo de los hogares. Además, la inversión podría verse afectada por tasas más altas, con las empresas posiblemente optando por esperar condiciones de financiamiento más favorables.

Por todo lo anterior, mantenemos nuestra visión de un crecimiento adicional en la primera mitad del 2023, esperando un retroceso secuencial modesto en el tercer trimestre (ver [Tabla 2](#) y [Tabla 3](#)) tanto por una base más retadora –considerando que nuestra estimado implica una expansión de siete trimestres, no visto desde el 3T15– como por un escenario global más desafiante ya que algunos de los factores explicados arriba tendrían un efecto mayor. Sin embargo, y relativo a las expectativas de hace solo unos meses atrás, la perspectiva parece más favorable.

Tabla 1: PIB

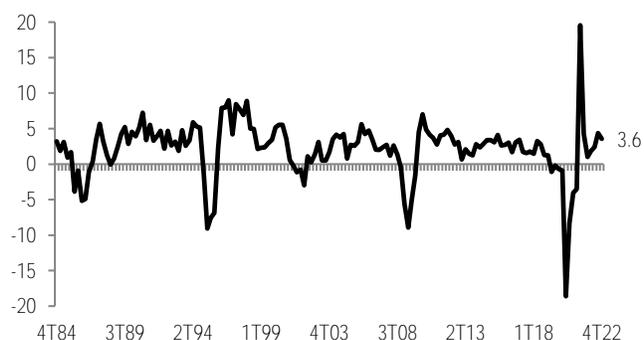
% a/a cifras originales, % a/a cifras ajustadas por estacionalidad

	% a/a cifras originales						% a/a cifras ajustadas por estacionalidad					
	4T22	3T22	4T21	3T21	2022	2021	4T22	3T22	4T21	3T21	2022	2021
Total	3.6	4.4	1.0	4.3	3.1	4.7	3.7	4.4	1.1	4.3	3.1	4.9
Actividades primarias	6.3	3.3	3.7	-0.1	2.8	2.5	6.0	3.2	3.3	-0.4	2.7	2.3
Producción industrial	3.2	3.5	0.9	3.5	3.3	5.4	3.2	3.7	0.9	3.7	3.3	5.7
Minería	0.3	-0.9	-0.4	0.5	0.2	0.1	0.2	-0.8	-0.4	0.7	0.1	0.1
Electricidad, agua y gas	3.9	4.9	-17.7	-19.7	3.6	-17.6	4.0	4.9	-17.6	-19.7	3.5	-17.6
Construcción	2.6	-3.1	3.5	11.9	0.4	8.0	2.7	-2.9	3.6	12.2	0.4	8.1
Manufacturas	4.2	7.3	2.1	3.9	5.2	8.5	4.2	7.3	2.1	3.9	5.2	9.0
Servicios	3.5	4.7	0.3	4.4	2.8	4.3	3.7	4.6	0.6	4.3	2.8	4.4
Comercio al por mayor	4.4	9.7	4.5	9.7	6.9	9.6	4.6	9.5	4.7	9.5	6.9	9.6
Comercio al por menor	1.5	4.9	4.7	9.3	4.1	10.5	1.7	4.7	4.6	9.1	4.2	11.0
Transportes, correos y almacenamiento	7.0	12.9	15.2	19.1	11.4	14.9	7.6	12.9	14.9	19.9	11.6	15.1
Información en medios masivos	5.4	6.2	2.8	12.8	12.6	5.7	6.1	6.9	4.2	12.8	12.6	5.7
Financieros y de seguros	4.7	1.8	0.3	2.3	2.4	-0.4	4.8	1.9	0.6	2.3	2.4	-0.4
Inmobiliarios y de alquiler	2.9	2.3	2.2	2.7	2.0	2.2	2.8	2.3	2.1	2.6	2.0	2.2
Profesionales, científicos y técnicos	-2.0	6.9	4.5	5.5	5.8	6.0	-1.1	7.7	6.7	5.9	5.8	6.5
Corporativos	10.5	10.8	13.3	12.8	10.4	10.9	10.0	10.1	12.0	12.0	10.5	10.8
Apoyo a los negocios	-19.3	-39.7	-71.2	-54.2	-61.4	-28.5	-18.6	-40.1	-71.0	-54.5	-61.8	-27.5
Educación	3.6	3.5	1.3	1.0	2.3	0.3	3.6	3.5	1.3	1.1	2.3	0.3
Salud y de asistencia social	1.4	1.6	1.2	4.8	2.6	5.4	1.9	2.0	1.8	5.2	2.6	5.4
Esparcimiento	38.7	46.5	45.3	72.6	50.8	29.1	40.5	47.2	46.8	74.4	50.4	25.9
Alojamiento temporal	9.6	18.9	50.2	73.4	26.3	35.7	9.6	19.2	49.6	74.2	26.4	34.8
Otros servicios	1.3	1.5	7.9	12.1	2.7	4.7	1.5	1.0	8.3	11.1	2.7	4.6
Actividades gubernamentales	3.5	1.3	-0.9	-1.1	0.4	-1.7	3.6	1.1	-0.8	-1.4	0.4	-1.7

Fuente: INEGI

Gráfica 1: PIB

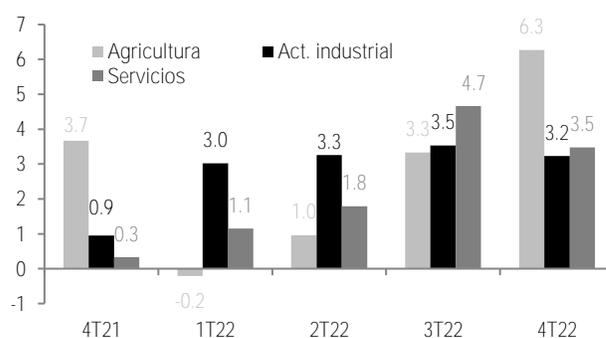
% a/a, cifras originales



Fuente: INEGI

Gráfica 2: PIB por sectores

% a/a, cifras originales



Fuente: INEGI

Tabla 2: PIB 2022: Oferta

% a/a cifras originales; % t/t cifras ajustadas por estacionalidad

% a/a	1T23	2T23	3T23	4T23	2023
PIB	<u>2.8</u>	<u>1.8</u>	<u>0.7</u>	<u>0.7</u>	<u>1.5</u>
Agricultura	<u>4.8</u>	<u>2.2</u>	<u>1.3</u>	<u>2.2</u>	<u>2.6</u>
Producción industrial	<u>1.3</u>	<u>0.3</u>	<u>-0.2</u>	<u>0.3</u>	<u>0.4</u>
Servicios	<u>3.3</u>	<u>2.4</u>	<u>1.0</u>	<u>0.8</u>	<u>1.9</u>
% t/t					
PIB	<u>0.3</u>	<u>0.1</u>	<u>-0.1</u>	<u>0.4</u>	--

\*Nota: Cifras subrayadas indican pronósticos

Fuente: INEGI, Banorte

Tabla 3: PIB 2022: Demanda

% a/a cifras originales; % t/t cifras ajustadas por estacionalidad

% a/a	1T23	2T23	3T23	4T23	2023
PIB	<u>2.8</u>	<u>1.8</u>	<u>0.7</u>	<u>0.7</u>	<u>1.5</u>
Consumo privado	<u>2.5</u>	<u>1.5</u>	<u>1.4</u>	<u>1.3</u>	<u>1.6</u>
Inversión	<u>0.5</u>	<u>-0.5</u>	<u>-0.2</u>	<u>0.8</u>	<u>0.2</u>
Gasto de gobierno	<u>0.7</u>	<u>0.9</u>	<u>-0.8</u>	<u>0.8</u>	<u>0.4</u>
Exportaciones	<u>5.5</u>	<u>2.0</u>	<u>0.7</u>	<u>0.6</u>	<u>2.1</u>
Importaciones	<u>8.0</u>	<u>2.2</u>	<u>-2.2</u>	<u>0.6</u>	<u>1.9</u>
% t/t					
PIB	<u>0.3</u>	<u>0.1</u>	<u>-0.1</u>	<u>0.4</u>	--

\*Nota: Cifras subrayadas indican pronóstico

Fuente: INEGI, Banorte

Tabla 4: PIB

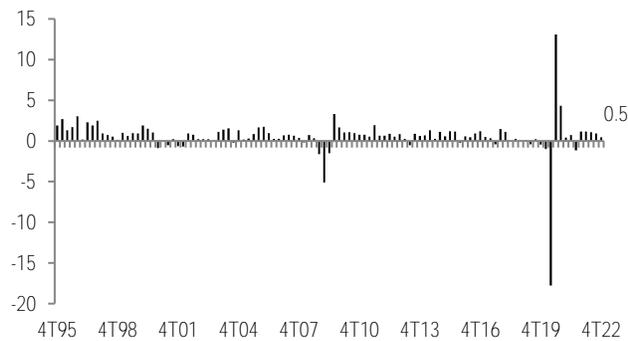
% t/t cifras ajustadas por estacionalidad: % t/t anualizado cifras ajustadas por estacionalidad

	% t/t				% t/t anualizado			
	4T22	3T22	2T22	1T22	4T22	3T22	2T22	1T22
Total	0.5	0.9	1.1	1.2	1.8	3.7	4.4	4.8
Actividades primarias	2.0	3.2	1.9	-1.3	8.2	13.5	8.0	-4.9
Producción industrial	0.5	0.6	0.6	1.4	2.0	2.4	2.6	5.8
Minería	1.2	-1.4	-1.3	1.8	4.8	-5.6	-5.0	7.4
Electricidad, agua y gas	0.0	-0.1	2.0	2.1	0.0	-0.4	8.3	8.5
Construcción	2.2	-0.5	0.4	0.6	9.2	-2.0	1.6	2.3
Manufacturas	-0.6	1.9	1.3	1.6	-2.3	7.6	5.2	6.6
Servicios	0.1	1.0	1.2	1.2	0.5	4.3	5.0	4.9
Comercio al por mayor	-1.3	2.1	1.4	2.4	-5.0	8.5	5.8	9.9
Comercio al por menor	-1.5	0.3	2.6	0.3	-6.0	1.4	10.9	1.1
Transportes, correos y almacenamiento	0.6	1.3	2.9	2.5	2.2	5.5	12.3	10.5
Información en medios masivos	-0.4	-5.1	4.1	7.8	-1.6	-18.7	17.3	35.2
Financieros y de seguros	0.9	0.7	0.8	2.3	3.8	2.8	3.1	9.7
Inmobiliarios y de alquiler	0.7	1.0	0.9	0.1	3.0	4.1	3.8	0.4
Profesionales, científicos y técnicos	-4.4	-3.1	3.2	3.5	-16.6	-11.8	13.3	15.0
Corporativos	2.4	4.5	3.8	-1.0	10.0	19.4	16.0	-4.0
Apoyo a los negocios	-9.2	-5.0	-3.1	-2.7	-32.0	-18.4	-11.7	-10.5
Educación	0.5	2.4	-1.1	1.7	2.1	9.9	-4.1	7.0
Salud y de asistencia social	-0.3	-1.8	2.0	2.0	-1.0	-6.9	8.3	8.1
Esparcimiento	5.0	-5.0	24.8	12.9	21.4	-18.5	142.6	62.4
Alojamiento temporal	0.6	-0.6	5.7	3.7	2.4	-2.5	24.9	15.6
Otros servicios	-0.6	5.1	-2.2	-0.6	-2.4	21.9	-8.7	-2.3
Actividades gubernamentales	1.1	1.9	0.0	0.5	4.5	7.8	-0.1	2.2

Fuente: INEGI

Gráfica 3: PIB

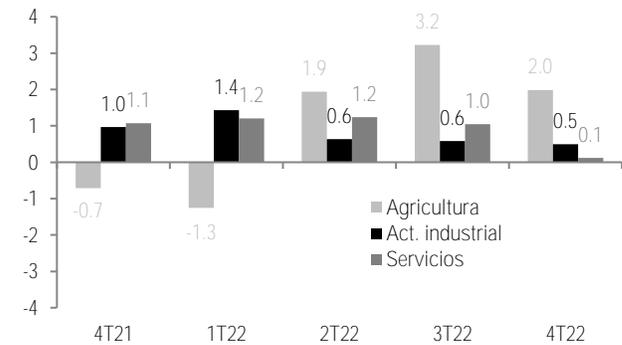
% t/t, cifras ajustadas por estacionalidad



Fuente: INEGI

Gráfica 4: PIB por sectores

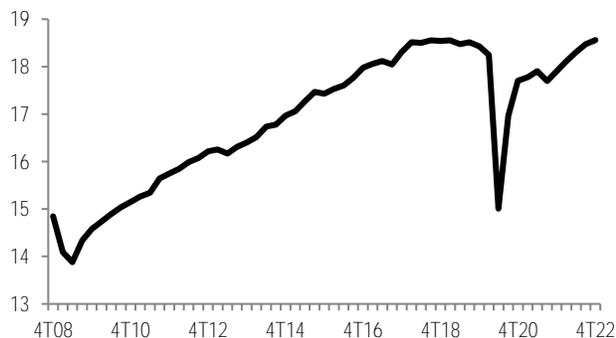
% t/t, cifras ajustadas por estacionalidad



Fuente: INEGI

Gráfica 5: PIB\*

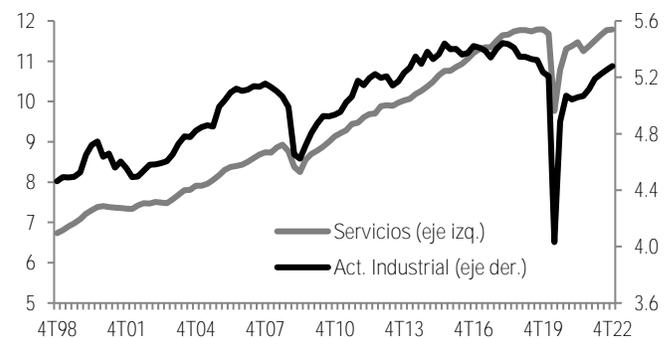
Billones de pesos, cifras ajustadas por estacionalidad



\*Nota: Cifras anualizadas  
Fuente: INEGI

Gráfica 6: PIB por sectores\*

Billones de pesos, cifras ajustadas por estacionalidad



\*Nota: Cifras anualizadas  
Fuente: INEGI

## Glosario de términos y anglicismos

- **ABS:** Acrónimo en inglés de *Asset Backed Securities*. Son instrumentos financieros, típicamente de renta fija, que están respaldados por los flujos de efectivo generados por los ingresos futuros de una serie de activos, típicamente otros créditos, préstamos, arrendamientos y cuentas por cobrar, entre otros.
- **Backtest:** Se refiere a los métodos estadísticos que tienen el objetivo de evaluar la precisión de un modelo de predicción con base en cifras históricas.
- **Backwardation:** Situación en la cual el precio actual de un activo financiero está por encima de los precios a los que se cotiza el mismo subyacente en los mercados de futuros.
- **Bbl:** Abreviación de “barril”, medida estándar de cotización del petróleo en los mercados financieros.
- **Belly:** En los mercados de renta fija, se refiere a los instrumentos que se encuentran en la “sección media” de la curva de rendimientos, típicamente aquellos con vencimientos mayores a 2 años y por debajo de 10 años.
- **Benchmark(s):** Punto de referencia respecto al cual se compara y evalúa una medida. En teoría de portafolios, se refiere al estándar establecido bajo el cual una estrategia de inversión es comparada para evaluar su desempeño.
- **BoE:** Acrónimo en inglés de *Bank of England* (Banco de Inglaterra), la autoridad monetaria del Reino Unido.
- **Breakeven(s):** Nivel de inflación esperada en un plazo determinado que sería necesario para obtener el mismo rendimiento al invertir en un instrumento de renta fija denominado en tasa nominal o real.
- **Carry:** Estrategia basada en pedir recursos prestados a una tasa de interés baja para invertir lo obtenido en un activo financiero con un mayor rendimiento esperado. Puede también referirse al rendimiento o pérdida obtenida bajo el supuesto de que los precios de los activos se mantienen constantes al nivel actual durante el horizonte de inversión.
- **Commodities:** También conocidos como materias primas. Son bienes que son intercambiados en los mercados financieros. Típicamente, se dividen en tres grandes categorías: agrícolas y pecuarios, energéticos y metales.
- **Contango:** Situación en la cual el precio actual de un activo financiero está por debajo de los precios a los que se cotiza el mismo subyacente en los mercados de futuros.
- **CPI - Consumer Price Index:** se refiere al índice de inflación al consumidor.
- **CPI Core – Consumer Price Index Subyacente:** se refiere al índice de inflación al consumidor excluyendo alimentos y energía.
- **Death cross:** En el análisis técnico, la dinámica en la cual el promedio móvil de 50 días del precio de un activo perfora a la baja al promedio móvil de 200 días.
- **Dovish:** El sesgo de un banquero central hacia el relajamiento de la política monetaria, comúnmente expresando una preferencia por reducir las tasas de interés y/o incrementar la liquidez en el sistema financiero.
- **Dummy:** En el análisis de regresión, variable que puede tomar un valor de cero o uno y que se utiliza para representar factores que son de una naturaleza binaria, *e.g.* que son observados o no.
- **EBITDA:** Acrónimo en inglés de *Earnings Before Interest and Taxes, Depreciation and Amortization*. En contabilidad, ganancias de operación antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización.
- **ECB:** Acrónimo en inglés del *European Central Bank* (Banco Central Europeo), la autoridad monetaria de la Eurozona.
- **EIA:** Acrónimo en inglés del *Energy Information Administration* (Administración de Información Energética), dependencia de EE.UU. encargada de recolectar, analizar y diseminar información independiente e imparcial sobre los mercados energéticos.

- **Fed funds:** Tasa de interés de fondos federales, que es aquella bajo la cual las instituciones depositarias privadas en EE.UU. prestan dinero depositado en el banco de la Reserva Federal a otras instituciones depositarias, típicamente por un plazo de un día. Esta tasa es el principal instrumento de política monetaria del Fed.
- **FF:** Acrónimo en inglés de *Future Flow*. Son instrumentos financieros donde los pagos provienen únicamente de los flujos o aportaciones de alguna fuente de ingresos de operación –como lo pueden ser peajes de autopistas, partidas federales, impuestos u otros–, por lo que el riesgo está en función del desempeño de dichos flujos. Los activos que generan estos ingresos futuros no forman parte del respaldo para el pago de las emisiones.
- **FOMC:** Acrónimo en inglés del *Federal Open Market Committee*, que es el Comité de Mercado Abierto del Banco de la Reserva Federal. Es el comité que toma la decisión de política monetaria en Estados Unidos.
- **Friendshoring:** Proceso de relocalización de la producción de un bien o servicio por parte de una empresa hacia países que se consideran más afines en términos culturales, políticos y/o económicos al país de origen.
- **FV:** Acrónimo en inglés que significa *Firm Value*. El valor de la compañía se calcula mediante el producto del total de las acciones en circulación por el precio de la acción más la deuda con costo menos el efectivo disponible.
- **Fwd:** Abreviación de ‘forward’. En el mercado accionario se refiere a la proyección de una variable, comúnmente la utilidad neta, que se espera que una compañía produzca en los próximos cuatro trimestres.
- **Hawkish:** El sesgo de un banquero central hacia el apretamiento de la política monetaria, comúnmente expresando una preferencia por aumentar las tasas de interés y/o reducir la liquidez en el sistema financiero.
- **NLP:** Acrónimo en inglés de *Natural Language Processing* (Procesamiento de Lenguaje Natural), la subrama de la ciencia computacional que tiene el objetivo de que las computadoras procesen y “entiendan” el lenguaje humano en texto.
- **Nearshoring:** Proceso de relocalización de la producción de un bien o servicio por parte de una empresa hacia países o regiones más cercanas a los centros de consumo final.
- **Nowcasting:** Modelos estadísticos que buscan predecir el estado de la economía ya sea en tiempo real y/o sobre el futuro o pasado muy cercano de un indicador económico determinado.
- **PADD3:** Acrónimo en inglés del *Petroleum Administration for Defense Districts* (PADD), que son agregaciones geográficas en EE.UU. en 5 distritos que permiten el análisis regional de la oferta y movimientos de productos de petróleo en dicho país. El distrito número 3 corresponde al Golfo y abarca los estados de Alabama, Arkansas, Luisiana, Mississippi, Nuevo México y Texas.
- **Proxy:** Variable que aproxima el comportamiento de otra variable o indicador económico.
- **Rally:** En finanzas se refiere al momento en que se observan ganancias en activos.
- **Reshoring:** Proceso de relocalización de la producción de un bien o servicio por parte de una empresa de regreso hacia su país de origen.
- **Swap:** Acuerdo financiero en la cual dos partes se comprometen a intercambiar flujos de efectivo con una frecuencia determinada y fija por un periodo determinado.
- **Treasuries:** Bonos del Tesoro de Estados Unidos de América.

## 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 Andrea Muñoz Sánchez 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 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	Gerente 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
Andrea Muñoz Sánchez	Analista Análisis Cuantitativo	andrea.munoz.sanchez@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