

Informe Trimestral 4T18– Esperamos el inicio de un ciclo de baja tan pronto como junio

- Banxico publicó su *Informe Trimestral* del 4T18
- La publicación estuvo acompañada por una conferencia de prensa liderada por el Gobernador Alejandro Díaz de León
- En nuestra opinión, el tono del informe fue lo suficientemente *dovish* como para prever el inicio de un ciclo de baja de tasas en junio (-25pb)
- En este contexto, pensamos que Banxico podría recortar la tasa de referencia un total de 50-75pb durante 2019
- Resaltamos que Banxico modificó fuertemente sus estimados de crecimiento, mientras que los ajustes a la inflación fueron moderados. En específico:
 - (1) Los estimados de crecimiento para 2019 se revisaron a la baja de un rango entre 1.7-2.7% a uno entre 1.1-2.1% mientras que para 2020 pasó de 2.0-3.0% a 1.7-2.7%
 - (2) La trayectoria de inflación de corto plazo se revisó marginalmente a la baja ante las recientes sorpresas en agropecuarios
- En los tradicionales recuadros de investigación se tocaron seis temas relevantes para el escenario, entre los que destacamos el impacto de los problemas en la distribución de combustibles sobre la inflación y el análisis de la persistencia de la inflación subyacente
- La valuación actual de activos locales es consistente con la aseveración *dovish* de Banxico

Consideramos que el *Informe Trimestral* muestra un tono *dovish* ante preocupación por el crecimiento. Banxico publicó hoy su *Informe Trimestral* del 4T18. La publicación estuvo acompañada por una conferencia de prensa liderada por el Gobernador Alejandro Díaz de León. En nuestra opinión, el tono del informe fue *dovish* ante la preocupación sobre el crecimiento y los riesgos asociados a este, incluso más de lo observado en la última decisión de política monetaria del 7 de febrero y las minutas de dicha reunión.

Fuerte revisión a la baja en estimados de crecimiento, en particular para 2019. El rango estimado de crecimiento para este año se redujo de 1.7-2.7% anual a 1.1-2.1% (ver tabla abajo). Como resultado, el punto medio fue recortado 60pb, pasando de 2.2% a 1.6%. Esta cifra aún se encuentra marginalmente por encima de nuestro pronóstico de 1.5%. No obstante, la reducción fue mayor a nuestra previsión previo al reporte (de -30pb a 1.9%) además de que se encuentra debajo de la mediana de 1.8% de acuerdo con la última encuesta del banco central. La próxima publicación de esta encuesta será el viernes, en donde creemos que es altamente probable observar una baja adicional, lo que resultaría en un acercamiento, en el margen, entre el pronóstico de los analistas y el punto medio de Banxico.

27 de febrero 2019

www.banorte.com
@analisis_fundam

Gabriel Casillas

Director General Adjunto
Análisis Económico y Bursátil
gabriel.casillas@banorte.com

Delia Paredes

Director Ejecutivo Análisis Económico
delia.paredes@banorte.com

Juan Carlos Alderete, CFA

Economista Senior, México
juan.alderete.macal@banorte.com

Francisco Flores

Economista, México
francisco.flores.serrano@banorte.com

Estrategia de Renta fija y tipo de cambio

Alejandro Padilla

Director de Estrategia
Renta Fija y Tipo de Cambio
alejandro.padilla@banorte.com

Santiago Leal

Subdirector de Estrategia
Tipo de Cambio
santiago.leal@banorte.com

Leslie Orozco

Gerente de Estrategia
Renta Fija y Tipo de Cambio
leslie.orozco.velez@banorte.com

Documento destinado al público en general

La mayoría de las razones expuestas para la reducción ya eran conocidas, incluyendo: (1) Menor crecimiento y actividad comercial global; (2) una desaceleración mayor a la esperada del crecimiento local en el 2S18, en particular al cierre de año, resultando en un efecto de base negativo para 2019; (3) la expectativa de un impacto negativo por eventos transitorios (bloqueos a vías férreas, retraso en distribución de combustibles y huelgas en Matamoros) en la actividad al inicio del año –a pesar de que aún no hay información suficiente para estimar el impacto, de acuerdo con un recuadro de investigación–; y (4) la revisión a la baja en el estimado de la plataforma de producción petrolera tomando en cuenta la información más reciente, además de la expectativa de que persista la debilidad de la inversión. Para el 2020, el rango también se ajustó a la baja, al pasar de 2.0-3.0% a 1.7-2.7%. Ante estos cambios, el banco central espera que las condiciones de holgura muestren un mayor relajamiento respecto al esperado en el *Informe Trimestral* previo.

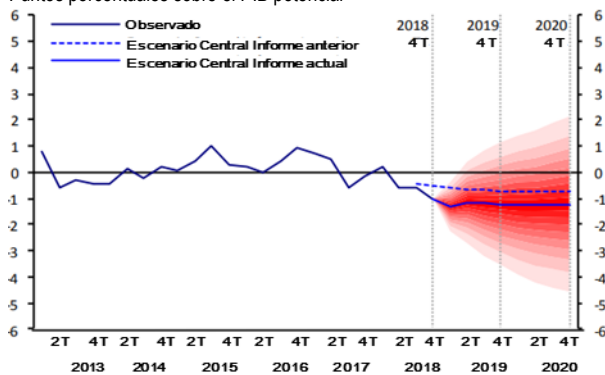
Principales pronósticos Banxico
Informe trimestral actual (4T18)

	2019	2020
PIB (%)	1.1 – 2.1	1.7 – 2.7
Empleo (miles)	620 - 720	650 - 750
Balanza comercial (mmd)	-11.8 (0.9% del PIB)	-14.0 (1.0% del PIB)
Cuenta corriente (mmd)	-25.2 (2.0% del PIB)	-28.0 (2.0% del PIB)

Fuente: Banxico

Brecha del producto

Puntos porcentuales sobre el PIB potencial



Fuente: Banco de México, Informe Trimestral 4T18

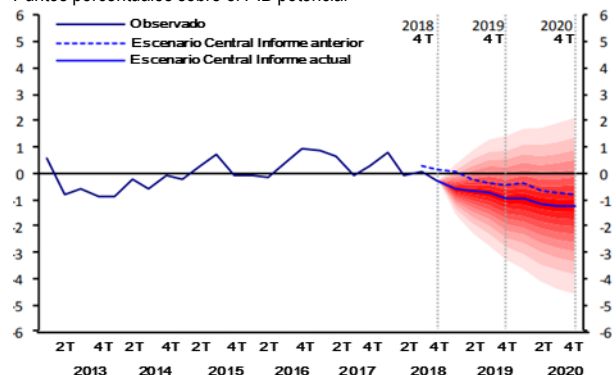
Principales pronósticos Banxico
Informe trimestral anterior (3T18)

	2018	2019	2020
PIB (%)	2.0 – 2.4	1.7 – 2.7	2.0 – 3.0
Empleo (miles)	670 –740	670 - 770	690 - 790
Balanza comercial (mmd)	-13.5 (1.1% del PIB)	-14.1 (1.1% del PIB)	-15.1 (1.1% del PIB)
Cuenta corriente (mmd)	-22.6 (1.9% del PIB)	-28.8 (2.3% del PIB)	-31.5 (2.3% del PIB)

Fuente: Banxico

Brecha del producto excluyendo sector petrolero

Puntos porcentuales sobre el PIB potencial



Fuente: Banco de México, Informe Trimestral 4T18

Revisiones marginales a la trayectoria de inflación. Banxico revisó ligeramente sus estimados de inflación de corto plazo tras las sorpresas a la baja que hemos observado derivado de la caída reciente en precios de bienes agropecuarios. Como se puede ver en la siguiente tabla, así como en la gráfica de abanico, esto se reflejó en ajustes para la primera mitad del año, mientras que el 1T20 probablemente se revisó al alza solamente por un efecto de base. Para la subyacente los ajustes fueron muy moderados, incluso con una modificación marginal al alza a partir del 4T19, probablemente reflejando los comentarios de la Junta de Gobierno sobre la persistencia al alza de la inflación subyacente (analizado en un recuadro de investigación, ver abajo).

En cuanto a los riesgos, no se observaron cambios importantes respecto a sus recientes comunicaciones, considerando que el balance se mantiene sesgado al alza en un entorno de incertidumbre. Dentro de los principales, destacan nuevas presiones del tipo de cambio y en productos del componente no subyacente, un aumento en las políticas proteccionistas, un deterioro de las finanzas públicas, efectos directos e indirectos del incremento al salario mínimo y finalmente la persistencia al alza de la subyacente. Por el contrario, a la baja destacaron dos: (1) Menores variaciones en precios del componente no subyacente; y (2) que las condiciones de holgura se amplíen más de lo previsto. Cabe mencionar que eliminaron la sección de riesgos estructurales para la inflación, la cual había figurado ampliamente en el último informe.

En nuestra opinión, la previsión en cuanto a la trayectoria de inflación así como los riesgos asociados a esta muestra un tono de cautela, siendo prudentes considerando la elevada incertidumbre en el escenario así como expectativas de inflación que se mantienen por arriba del objetivo de 3%. En este sentido, Banxico elaboró sobre este tema en uno de sus recuadros de investigación, el cual describimos con detalle más adelante.

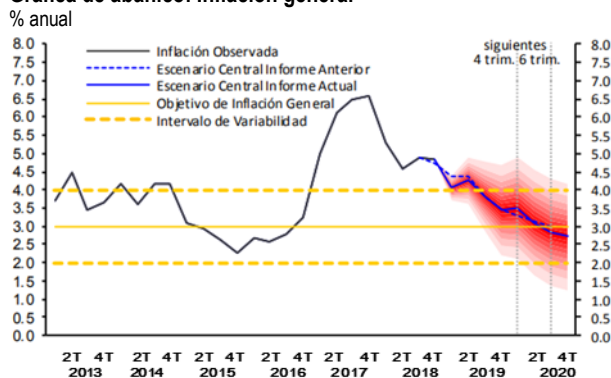
Pronósticos de inflación general y subyacente

% anual, promedio trimestral

	2018		2019				2020			
	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	
INPC										
Informe actual	4.8*	4.1	4.3	3.8	3.4	3.5	3.1	2.8	2.7	
Informe anterior	4.7	4.4	4.4	3.8	3.4	3.3	3.1	3.0		
Subyacente										
Informe actual	3.7*	3.5	3.6	3.4	3.2	3.2	2.9	2.8	2.7	
Informe anterior	3.7	3.6	3.6	3.4	3.1	3.0	2.9	2.7		

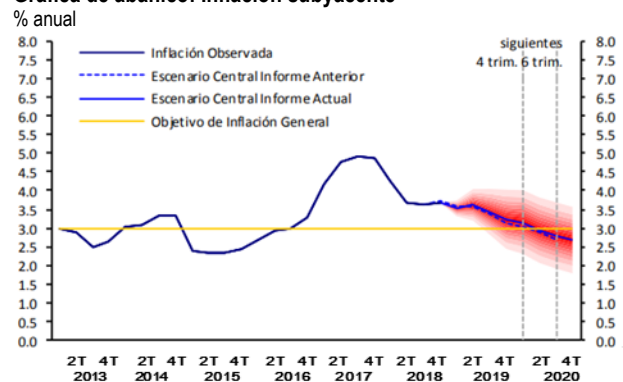
Fuente: Banco de México, Informe Trimestral 4T18; *Datos observados

Gráfica de abanico: Inflación general



Fuente: Banco de México, Informe Trimestral 4T18

Gráfica de abanico: Inflación subyacente



Fuente: Banco de México, Informe Trimestral 4T18

Recuadros de investigación abordan temas relevantes para el escenario.

En los tradicionales recuadros de investigación se tocan seis temas relevantes para la evaluación del escenario por parte de la autoridad monetaria: (1) La relación entre la política monetaria del Fed y el comportamiento de los mercados financieros; (2) el efecto del escalamiento de las tensiones comerciales sobre la economía global; (3) las medidas anunciadas por Banxico y la SHCP para impulsar el sector financiero; (4) el efecto sobre la inflación de los problemas de distribución de combustibles; (5) el análisis de la persistencia de la inflación subyacente; y (6) la evolución de las expectativas de inflación en el largo plazo.

En el primer caso, Banxico concluye que la madurez del ciclo económico y la expansión de la economía en EE.UU. han incrementado la incertidumbre sobre la política monetaria del Fed. En este contexto, si bien una mayor cautela de la autoridad monetaria en EE.UU. ha ayudado a un menor apretamiento de las condiciones financieras globales, no descartan nuevos episodios de volatilidad y sorpresas que pudieran derivar en condiciones más restrictivas. En el segundo, Banxico concluye que las tensiones comerciales, por lo pronto, han tenido un efecto limitado sobre el crecimiento global, aunque de persistir y escalar, podrían tener un impacto negativo significativo para la economía global, y en particular de Estados Unidos y China.

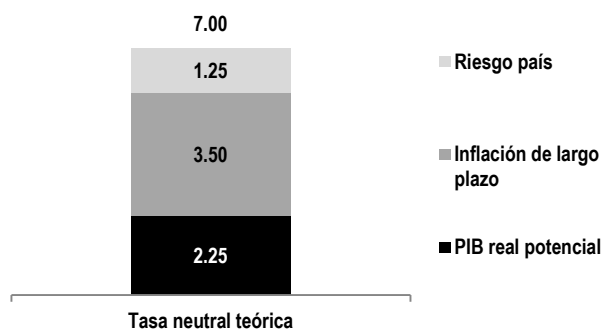
Destacamos las conclusiones sobre el impacto de los problemas de distribución de combustibles y la persistencia de la inflación subyacente. En el primer caso, Banxico concluye que el efecto del reciente episodio de problemas con la distribución de los combustibles tuvo un impacto limitado sobre la inflación y que probablemente fue mayor en términos de crecimiento – aunque aún no existen suficientes datos para hacer una evaluación puntual-. En términos generales, la evaluación del banco central está en línea con nuestra expectativa (para detalles, ver: “*Anticipamos un impacto moderado en el PIB ante la falta de suministro de combustibles*”, [pdf](#), 25 de enero de 2019). No obstante, no descarta que, de persistir en los próximos meses, el impacto podría ser mayor. En este contexto, considera que la lucha contra el robo de combustible es positiva para reforzar el estado de derecho, aunque es importante que no conduzca a mayores problemas de distribución.

En cuanto a la persistencia al alza de la inflación subyacente, Banxico concluye que el índice (en su comparación anual) ha resentido los efectos de diferentes choques simultáneos y de una magnitud considerable, tanto internos como externos, y cuando esta ya se encontraba en relativamente alta. Esto ha provocado que la tasa anual presente una mayor resistencia a bajar, sobre todo en un contexto de condiciones cíclicas relativamente estrechas (poca holgura en términos de la brecha del producto) incluso a pesar de que los choques se vayan desvaneciendo gradualmente.

Esperamos que Banxico inicie un ciclo de baja en junio. Tras el mayor recorte a lo esperado en los estimados de crecimiento y ante nuestra expectativa de que la actividad económica se continúe deteriorando en el 1T19, modificamos nuestra expectativa de política monetaria para el resto del año. En particular, ahora esperamos que Banxico recorte la tasa de referencia en 25pb (a 8.00%) en su reunión del 27 de junio. Adicionalmente, creemos que el banco central podría recortar un total de 50-75pb en 2019, dentro de un ciclo de baja que de acuerdo con nuestros estimados cuenta con espacio para una disminución de la tasa de referencia entre 125-200pb.

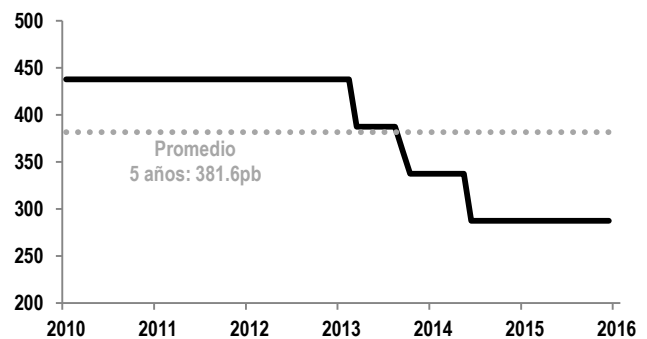
Para este cálculo utilizamos dos metodologías. El primero es a través de una aproximación sencilla al sumar nuestros estimados del PIB potencial (2.25%), inflación de largo plazo (3.5%) y riesgo país (125pb), como se muestra en la gráfica inferior izquierda. Lo anterior resulta en una tasa nominal neutral de equilibrio de 7.00%, 125pb por debajo de la tasa actual de 8.25%. El segundo método es a través del diferencial promedio histórico de la tasa de referencia entre México y EE.UU., en términos nominales. Tomamos en cuenta el periodo con un diferencial relativamente estable cercano a 375pb entre 2010 a 2015. Restando esta cifra al diferencial actual de 587.5pb da como resultado un espacio para recortar la tasa de referencia de alrededor de 200pb.

Tasa neutral teórica de referencia
%



Source: Banorte

Diferencial entre el punto medio de la tasa de Fed funds y la tasa de referencia de Banxico
Puntos base

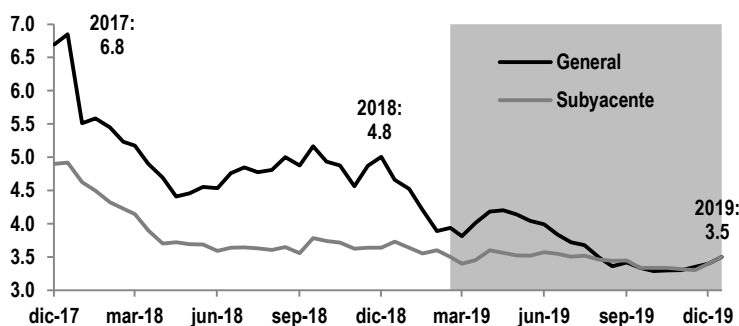


Source: Federal Reserve, Banco de México

Otros factores que apoyan nuestro cambio de expectativa incluyen:

(1) *Una mejor trayectoria esperada para la inflación este año.* Mantenemos nuestro estimado de inflación al cierre de 2019 en 3.5% anual, menor al consenso de 3.80%. Más importante aún, nuestra trayectoria trimestral, en particular en el caso de la general (ver gráfica abajo), es menor a la proyectada por el banco central. En específico, nuestro estimado para la inflación anual promedio del 2T19 se ubica en 4.1% (Banxico: 4.3%) y para el 3T19 en 3.5% (Banxico: 3.8%). En el caso de la subyacente, nuestros estimados no difieren significativamente respecto a los de esta institución. En este contexto, creemos que tan pronto como en junio las condiciones de inflación, en conjunto con la información conocida hasta el momento sobre el crecimiento, serán suficientes para convencer a los miembros de la Junta de Gobierno de iniciar un ciclo de baja de la tasa de referencia en junio.

Pronósticos de inflación
% anual, frecuencia quincenal

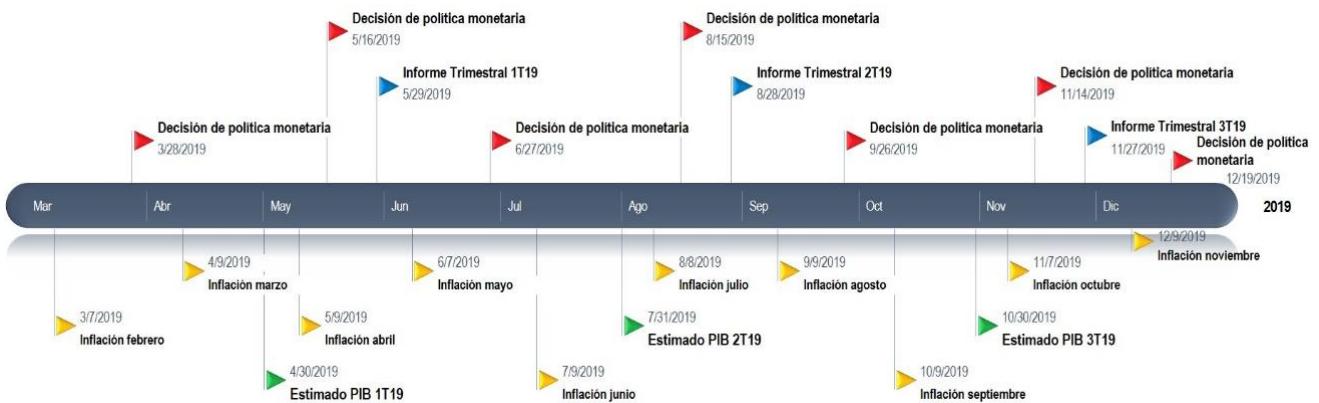


Fuente: INEGI, Banorte

(2) *Un sólido marco macroeconómico.* Consideramos que la administración federal cumplirá con el compromiso de mantener finanzas públicas sanas. En nuestra opinión, en caso de que el riesgo de un incumplimiento de las metas fiscales establecidas en el *Paquete Económico 2019* aumente, la administración actuará en consecuencia. Por lo tanto, esperamos que la calificación crediticia de México se mantenga en BBB+ o su equivalente durante este año. A pesar de lo anterior, creemos que la incertidumbre sobre este factor constituye el principal riesgo para nuestra expectativa de un inicio del ciclo de baja este año.

(3) *Riesgos adicionales a la baja para el crecimiento.* Mantenemos nuestro pronóstico puntual del PIB de 2019 en 1.5% anual, marginalmente por debajo del punto medio de Banxico de 1.6%. Por su parte, reconocemos que los riesgos continúan sesgados a la baja. Consideramos que, para la decisión del 27 de junio, la Junta de Gobierno contará con información suficiente para un recorte. En el frente local, la agenda incluye (ver gráfica abajo), entre otros, el estimado preliminar del PIB del 1T19, la inflación hasta la 1ª quincena de junio y el *Informe Trimestral* del primer trimestre.

Próximas publicaciones relevantes en México



Fuente: INEGI, Banxico

En conclusión, creemos que la reducción de los estimados de crecimiento para este año, nuestra expectativa de una trayectoria de inflación más benigna el resto del año y el mantenimiento de la solidez macroeconómica del país, son más que suficientes para anticipar el inicio del ciclo de baja de la tasa de referencia tan pronto como en junio. En este sentido, creemos que la información a publicarse en los próximos meses será consistente con esta expectativa, añadiendo razones para que la Junta de Gobierno decida recortar la tasa de referencia.

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

La valuación actual de activos locales consistente con la aseveración dovish de Banxico. Banxico dio a conocer esta tarde su Reporte Trimestral del 4T18, destacando el efecto de holgura en la economía mexicana combinándose con un mejor desempeño de la inflación anual. La evaluación más reciente en términos de balance de riesgos para estas dos variables (sesgado a la baja para crecimiento y al alza para inflación) sugiere una postura prudente por parte del banco central hacia delante. Sin embargo, reconocemos que las condiciones actuales pudieran presionar a Banco de México para adoptar una retórica más *dovish* a lo largo de 2019.

En general, esto respalda la valuación actual de la curva de rendimientos, descontando una tasa de referencia 33pb más baja para fin de año. Por su parte, las encuestas de analistas aún anticipan la tasa de referencia sin cambios este año en 8.25%. La reacción en tasas locales observó un movimiento inicial de apreciación siguiendo la publicación del reporte de entre 1 y 2pb, que fue revertido posteriormente para mantener presiones a lo largo de la curva de entre 2pb y 4pb. Creemos que el contexto actual pudiera resultar en tasas y una prima de riesgo estable en un horizonte de corto plazo, con espacio limitado para una apreciación más significativa, especialmente tomando en cuenta un número de riesgos asimétricos. Como resultado esperamos mejores niveles de entrada para nuevos largos direccionales en el *belly* de la curva de Bonos M.

En el mercado cambiario, el peso mexicano mostró una reacción nula a la publicación de Banxico, manteniendo operación cercana a 19.20 por dólar, en un contexto de cierta debilidad en las últimas dos sesiones ante la moderación en el apetito por riesgo en el mundo. El peso ha observado una banda de operación en las últimas semanas definida en la parte alta por un fuerte soporte en los USD/MXN 19.45, con la principal resistencia en la región de 19.00. En este sentido, de acuerdo a nuestro modelo de tipo de cambio real efectivo, el peso mexicano observa un valor justo en USD/MXN 19.01 al día de hoy, sugiriendo una valuación que mantendrá la referencia de 19.00 como un piso de corto plazo muy relevante. En nuestra opinión, el espacio de apreciación adicional es limitado una vez cruzada esta referencia técnica, por lo que nos mantenemos a la espera de niveles debajo de USD/MXN 19.00 en donde evaluaríamos nuevos largos en USD. Adicionalmente, tomando en cuenta la postura de Banco de México, destacamos la posibilidad de observar una erosión en el alto *carry* del MXN hacia delante, del cual la divisa se ha beneficiado significativamente.

Certificación de los Analistas.

Nosotros, Gabriel Casillas Olvera, Delia María Paredes Mier, Alejandro Padilla Santana, Manuel Jiménez Zaldívar, Tania Abdul Massih Jacobo, Katia Celina Goya Ostos, Juan Carlos Alderete Macal, Marissa Garza Ostos, Víctor Hugo Cortes Castro, José Itzamna Espitia Hernández, Hugo Armando Gómez Solís, Miguel Alejandro Calvo Domínguez, Valentín III Mendoza Balderas, Santiago Leal Singer, Francisco José Flores Serrano, Gerardo Daniel Valle Trujillo, Francisco Duarte Alcocer, Jorge Antonio Izquierdo Lobato y Leslie Thalía Orozco Vélez, 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	Quando el rendimiento esperado de la acción sea mayor al rendimiento estimado del IPC.
MANTENER	Quando el rendimiento esperado de la acción sea similar al rendimiento estimado del IPC.
VENTA	Quando 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.
Directorio de Análisis

Gabriel Casillas Olvera	Director General Adjunto Análisis Económico y Bursátil	gabriel.casillas@banorte.com	(55) 4433 - 4695
Raquel Vázquez Godínez	Asistente Dir. General Adjunta Análisis Económico y Bursátil	raquel.vazquez@banorte.com	(55) 1670 - 2967

Análisis Económico

Delia María Paredes Mier	Directora Ejecutiva Análisis y Estrategia	delia.paredes@banorte.com	(55) 5268 - 1694
Katia Celina Goya Ostos	Subdirector Economía Internacional	katia.goya@banorte.com	(55) 1670 - 1821
Juan Carlos Alderete Macal, CFA	Subdirector Economía Nacional	juan.alderete.macal@banorte.com	(55) 1103 - 4046
Miguel Alejandro Calvo Domínguez	Gerente Economía Regional	miguel.calvo@banorte.com	(55) 1670 - 2220
Francisco José Flores Serrano	Gerente Economía Nacional	francisco.flores.serrano@banorte.com	(55) 1670 - 2957
Francisco Duarte Alcocer	Analista Economía Internacional	francisco.duarte.alcocer@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2707
Lourdes Calvo Fernández	Analista (Edición)	lourdes.calvo@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2611

Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio

Alejandro Padilla Santana	Director Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	alejandro.padilla@banorte.com	(55) 1103 - 4043
Santiago Leal Singer	Subdirector Estrategia de Tipo de Cambio	santiago.leal@banorte.com	(55) 1670 - 2144
Leslie Thalía Orozco Vélez	Gerente Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	leslie.orozco.velez@banorte.com	(55) 5268 - 1698

Análisis Bursátil

Manuel Jiménez Zaldivar	Director Análisis Bursátil	manuel.jimenez@banorte.com	(55) 5268 - 1671
Víctor Hugo Cortes Castro	Análisis Técnico	victorh.cortes@banorte.com	(55) 1670 - 1800
Marissa Garza Ostos	Conglomerados / Financiero / Minería / Químico	marissa.garza@banorte.com	(55) 1670 - 1719
José Itzamna Espitia Hernández	Aerolíneas / Aeropuertos / Cemento / Fibras / Infraestructura	jose.espitia@banorte.com	(55) 1670 - 2249
Valentín III Mendoza Balderas	Autopartes / Bienes Raíces / Comerciales / Consumo Discrecional	valentin.mendoza@banorte.com	(55) 1670 - 2250
Jorge Antonio Izquierdo Lobato	Analista	jorge.izquierdo.lobato@banorte.com	(55) 1670 - 1746
Itzel Martínez Rojas	Analista	itzel.martinez.rojas@banorte.com	(55) 1670 - 2251

Análisis Deuda Corporativa

Tania Abdul Massih Jacobo	Directora Deuda Corporativa	tania.abdul@banorte.com	(55) 5268 - 1672
Hugo Armando Gómez Solís	Subdirector Deuda Corporativa	hugoa.gomez@banorte.com	(55) 1670 - 2247
Gerardo Daniel Valle Trujillo	Analista Deuda Corporativa	gerardo.valle.trujillo@banorte.com	(55) 1670 - 2248

Banca Mayorista

Armando Rodal Espinosa	Director General Banca Mayorista	armando.rodal@banorte.com	(81) 8319 - 6895
Alejandro Eric Faesi Puente	Director General Adjunto de Mercados y Ventas Institucionales	alejandro.faesi@banorte.com	(55) 5268 - 1640
Alejandro Aguilar Ceballos	Director General Adjunto de Administración de Activos	alejandro.aguilar.cebaldos@banorte.com	(55) 5268 - 9996
Arturo Monroy Ballesteros	Director General Adjunto Banca Inversión Financ. Estruct.	arturo.monroy.ballesteros@banorte.com	(55) 5004 - 1002
Gerardo Zamora Nanez	Director General Adjunto Banca Transaccional y Arrendadora y Factor	gerardo.zamora@banorte.com	(81) 8318 - 5071
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) 5004 - 1453
René Gerardo Pimentel Ibarrola	Director General Adjunto Banca Corporativa e Instituciones Financieras	pimentelr@banorte.com	(55) 5268 - 9004
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) 5004 - 1454