

Reunión anual de otoño del FMI/BM 2019 – Riesgos geopolíticos restringen capacidad de política económica

21 de octubre 2019

www.banorte.com
[@analisis_fundam](https://twitter.com/analisis_fundam)

- La economía global se está desacelerando, pero todavía no nos encontramos en un escenario de recesión
- No obstante, la incertidumbre generada por los temas geopolíticos junto con otros factores idiosincráticos y estructurales, están limitando la capacidad de instrumentación de política económica
- Las condiciones monetarias seguirán relajándose, pero el espacio de los bancos centrales se está reduciendo, mientras que en algunas economías la política fiscal tiene margen de maniobra
- En el mediano y largo plazo, la economía global enfrenta retos que tienen que ver con productividad, sustentabilidad y cambios tecnológicos

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

Delia Paredes Mier
Directora Ejecutiva de Análisis Económico
delia.paredes@banorte.com

Katia Goya
Economista Senior, Global
katia.goya@banorte.com

Relevancia de las reuniones anuales del FMI/BM. Como cada año, una delegación de Banorte asistió a las reuniones anuales del Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial (BM), que se celebraron este fin de semana en Washington, D.C. En esta nota incorporamos un resumen de las ideas y comentarios que expresaron funcionarios de gobierno, autoridades globales, académicos, inversionistas y analistas en los eventos del IIF (Instituto de Finanzas Internacionales), S&PGlobal, el grupo Euro50 -en su evento titulado “75 aniversario del acuerdo de Bretton-Woods”-, y el desayuno del G30.

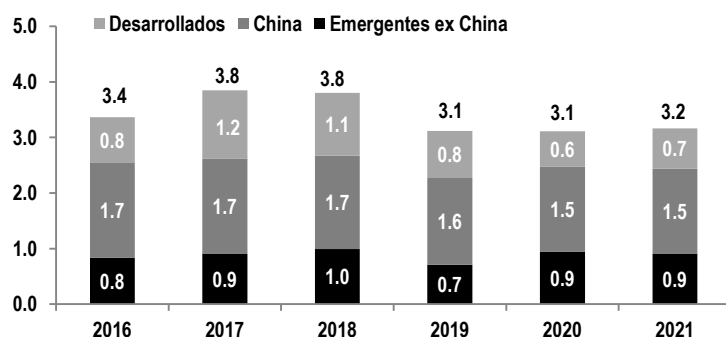
Reuniones a 50 años de Bretton Woods. Este año la reunión anual tuvo un significado más especial para el FMI y el BM -ambas instituciones nacieron a finales de la Segunda Guerra Mundial, a partir de la firma del acuerdo de Bretton-Woods-, debido a que celebraron su aniversario número 75. Esta celebración no ha estado exenta de claroscuros. La incapacidad que mostró el organismo al no haber previsto la crisis económico-financiera global en 2008-2009 restó mucha credibilidad en su capacidad de análisis de riesgos y recomendación de política económica. Si bien esta debilidad fue aprovechada por el G20, que tomó el liderazgo por unos años, éste se ha ido perdiendo conforme se han ido incorporando gobiernos que no tienen intenciones de cooperar. Adicionalmente, los bancos centrales -que operan en la arquitectura global creada por el FMI-, han sido muy exitosos en el combate a la inflación. Tan es así, que ahora los gobiernos en varios países han querido asignar más responsabilidades a los bancos centrales, que van mucho más allá de sus mandatos y su ámbito de conocimiento. Adicionalmente, la asignación de un mayor número de responsabilidades podría amenazar la independencia que han gozado las autoridades monetarias en los últimos años.

Este tema fue discutido *ad nauseam* en diferentes foros y la conclusión a la que llegaron la mayoría fue que históricamente los gobiernos no han sido muy exitosos para salvaguardar la estabilidad de precios, por lo que la recomendación es continuar con la división actual en donde los gobiernos se encargan del objetivo de crecimiento económico y los bancos centrales con el objetivo de inflación.

Perspectiva de crecimiento global: Desaceleración por mayor tiempo de lo anticipado. El consenso en las reuniones es que la probabilidad de una recesión es baja, pero que la economía global se mantendrá débil, al menos de acuerdo con los indicadores de la economía real. En contraste, las señales del mercado financiero sí apuntan a una recesión, lo que está generando una divergencia entre las condiciones financieras y la economía real, lo que genera algunas preocupaciones en términos de estabilidad si dicha divergencia no se reduce en algún momento. En este contexto, la visión general de los analistas validó las expectativas del FMI de que la actividad económica mundial está desacelerando más de lo esperado este año (a 3% en 2019 desde 3.2% en julio y desde 3.7% en octubre del año pasado). Para el próximo año, se espera que el crecimiento se recupere solo ligeramente debido, entre otros, al relajamiento de las condiciones monetarias. La racionalidad del argumento es que tasas más bajas impulsan la demanda agregada, creando al mismo tiempo espacio para que la política fiscal también apoye el crecimiento. Sin embargo, la preocupación es que los riesgos geopolíticos han creado tal estado de incertidumbre que los planes de consumo e inversión, tanto en el sector público como en el privado, se están retrasando, lo que limita el efecto antes mencionado sobre la demanda agregada. A esto hay que añadir el hecho de que factores idiosincráticos también están jugando un papel muy importante para las perspectivas económicas en los próximos años.

Esperamos un crecimiento por debajo del promedio de largo plazo para los próximos dos años. En este contexto, esperamos un crecimiento global de 3.1% en 2019-2020 con una recuperación marginal en 2021, como se muestra en la gráfica abajo. Esperamos que la contribución de las economías avanzadas (EA), así como el de China, disminuyan en los próximos dos años, mientras que la de economías emergentes (EM) se reducirá brevemente 0.1% -pts este año, regresando a su nivel de contribución promedio en 2020-2021.

Perspectiva de crecimiento global
% contribución

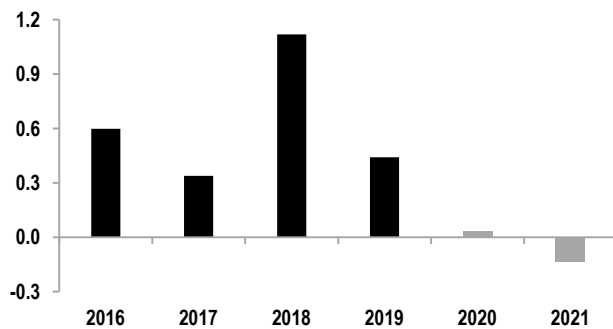


Fuente: Banorte con datos de Bloomberg

Estados Unidos – Un ‘aterrizaje suave’ es por ahora un escenario más probable que el de recesión. A pesar de que el consumo se ha mantenido fuerte, la inversión ha tenido un débil desempeño. Hacia adelante, se espera que las tasas de crecimiento se moderen a niveles por abajo de la tendencia de largo plazo (2.5%) en los próximos dos años, aunque algunos analistas consideran que esto es sólo un regreso a la media (*mean-reversion*) dado que el impulso fiscal se está desvaneciendo, como se muestra en la tabla de abajo a la izquierda. Esta visión concuerda con nuestra perspectiva de que la economía moderará su ritmo de expansión de 2.3% este año a 1.7% en 2020, tasa que estaría tanto por debajo de la tendencia a largo plazo como del crecimiento promedio en los últimos cinco años (ver gráfica a la derecha a continuación).

Impulso fiscal en EE.UU.

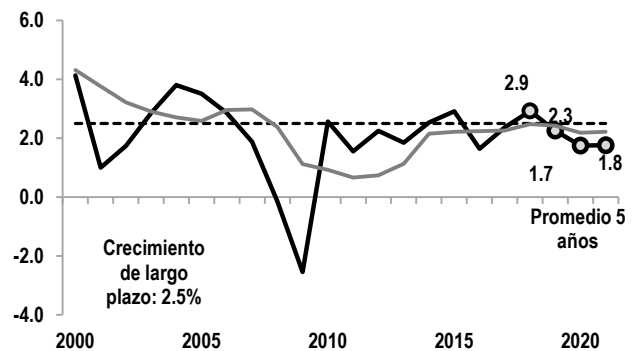
Cambios en el balance primario* como % PIB potencial



Fuente: Banorte con datos de Monitor Fiscal del FMI
*Balance primario ajustado

Estimado de crecimiento en EE.UU.

% anual



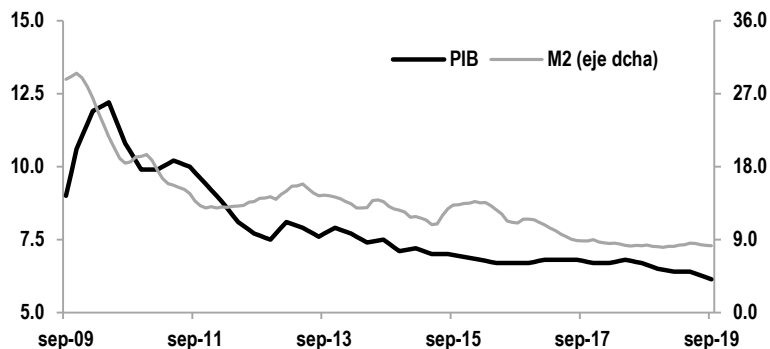
Fuente: Banorte con datos del BEA

El crecimiento en China seguirá siendo moderado en los próximos años.

Aunque existe la idea de que las tensiones con EE.UU. han afectado la tasa de crecimiento, el cual pasó de 6.7% a principios de 2017 a 6% en 3T19 -el nivel más bajo desde los años 90-, la economía china ya se estaba desacelerando antes de la guerra comercial. Dicha dinámica se explica no solo por el cambio estructural que ha venido teniendo lugar, que entre otros está enfocado en crear un sistema financiero sostenible, sino también debido a las medidas tomadas por el gobierno para evitar burbujas en el sector financiero. En este contexto, el banco central (PBoC) está siendo muy cauteloso y prudente en no responder tan agresivamente como se hubiera esperado a las amenazas de EE.UU., ya que entre sus principales preocupaciones siguen estando los niveles de apalancamiento, así como los riesgos del sector bancario sombra (*shadow banking*) e inmobiliario. No obstante, el banco central ha permitido la depreciación de la moneda ante los aumentos de aranceles, con el gobierno estadounidense calificándolo inclusive como un ‘*manipulador de divisas*’. Hacia adelante, esperamos que la economía de China muestre tasas de crecimiento de alrededor de 6% en 2020, mientras que no podemos descartar otras acciones de política monetaria en el futuro cercano que incluirían, entre otras, reducir la tasa de facilidades de préstamos del banco central y los requerimientos de reservas (RRR).

PIB y crecimiento de M2 en China

% anual



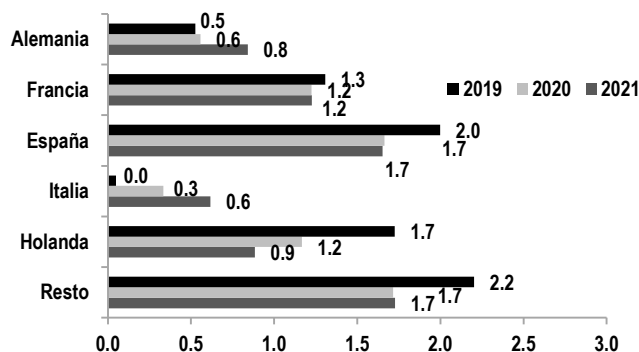
Fuente: Bloomberg

En la Eurozona, las perspectivas parecen ser ligeramente positivas, a pesar de la reciente desaceleración.

Este optimismo viene en buena medida de la percepción de que Alemania tiene suficiente espacio fiscal para impulsar la actividad económica, mientras que el resto de la región está mostrando una dinámica aceptable. Sin embargo, los riesgos son a la baja, ya que todavía está por verse si (1) Alemania usa su espacio fiscal y (2) la decisión del presidente Trump de aplicar aranceles a las importaciones de la industria automotriz provenientes de la Eurozona, que aún está pendiente. En este contexto, esperamos que el PIB de Alemania caiga en la definición de recesión (dos trimestres consecutivos con crecimiento negativo) en el tercer trimestre de este año mientras que esperamos que el nuevo gobierno en Italia recupere los niveles de confianza y promueva una leve recuperación de la actividad económica. Finalmente, en el resto de la región, prevemos una ligera moderación en el ritmo de actividad económica, como se muestra en la gráfica a la izquierda. Estimamos un crecimiento económico del 1.2% este año, para luego expandirse alrededor del 1% en los próximos dos años (ver gráfica a la derecha).

Estimados de crecimiento para algunos países de la Eurozona

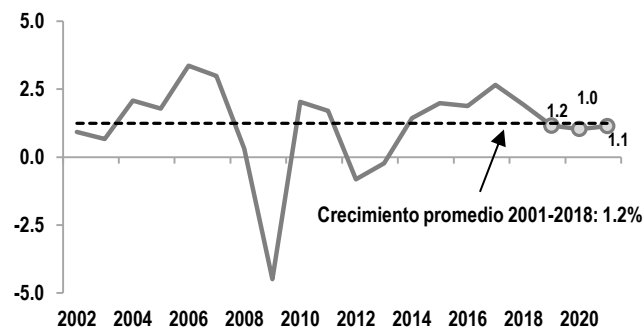
% anual



Fuente: Banorte con datos de Eurostat

Estimado de crecimiento de la Eurozona

% a/a



Fuente: Banorte con datos de Eurostat

Finalmente, las perspectivas para las economías de América Latina son probablemente las menos positivas. Además de los choques específicos de cada país, como el caso de Argentina y, más recientemente, Ecuador, las dos economías más grandes de la región (Brasil y México, que representan un poco más del 60% del PIB regional) están estancadas. Las expectativas para el próximo año son que estas dos economías observarán solo una leve recuperación, lo que marcará el tono para toda la región.

El riesgo geopolítico es el factor principal para tener una perspectiva cautelosa. Como ya hemos mencionado, los problemas geopolíticos han aumentado los niveles de incertidumbre, lo que está limitando la capacidad de toma de decisiones, entre otros riesgos que se mencionaron estuvieron: tensiones comerciales, *Brexit* y la situación en Oriente Medio.

Las tensiones comerciales se redujeron, pero no han desaparecido. El consenso ha recibido favorablemente los primeros indicios de un acuerdo entre China y los EE. UU., pero coincidieron el tema comercial es solo una arista de un problema más crítico que está relacionado principalmente con la transferencia de tecnología. A medida que China se desacelera, necesita aumentar los niveles de productividad, para lo cual necesita tecnología occidental. En este contexto, a pesar de que las tensiones parecen haber disminuido, nadie cree que las negociaciones terminen pronto. Además de China, vale la pena señalar que el USMCA aún necesita ser ratificado por el Congreso de los Estados Unidos, mientras que los europeos están preocupados por los posibles aranceles en la industria automotriz.

Tensiones en el Medio Oriente. Después de los ataques en septiembre a las plantas de *Saudi Aramco* en Abqaiq y Khurais, las tensiones parecen haber disminuido, lo que revela la falta de voluntad de Estados Unidos y Arabia Saudita de iniciar acciones militares con Irán. No obstante, Arabia Saudita sigue siendo vulnerable desde el punto de vista doméstico ante las acciones del Príncipe Heredero Mohamed bin Salman con respecto a la guerra de Yemen y otras de sus iniciativas en Siria e Irak. La inestabilidad en este país plantea un riesgo para el suministro mundial de petróleo. En este contexto, las sanciones han dañado mucho a Irán, pero no tanto como se pensaba. La economía se ha estabilizado aunque ha habido un impacto muy negativo sobre las exportaciones, la balanza comercial y las cuentas fiscales. El crecimiento se ha visto afectado por la interrupción de las cadenas productivas y este año tendrán una fuerte contracción, mientras que la inflación se ubica en 43%. En este contexto, las decisiones de Irán son impredecibles y si EE.UU. sigue extendiendo las sanciones esto puede incentivar a provocaciones adicionales y nuevamente a una interrupción en el suministro de petróleo.

Mientras tanto, la incursión de Turquía en Siria fue un intento del presidente Erdogan de confrontar a los kurdos sirios y evitar una frontera continúa controlada por los kurdos con Siria, desviando la atención de su debilitada posición doméstica. El impacto de las sanciones estadounidenses ha tenido un impacto muy negativo en la economía turca, lo que dificulta que el banco central continúe reduciendo las tasas, ya que la moneda y otros activos financieros podrían sufrir aún más.

Noticias sobre el *Brexit* se generaron durante las reuniones. La incertidumbre en torno al *Brexit* sigue siendo muy alta y, aunque se mencionó como uno de los principales riesgos geopolíticos, se produjeron eventos durante las conferencias, por lo que no se llegó a ninguna conclusión. En este contexto, la opinión general fue que, sin importar cuál sea el resultado, parece que otros países, que estaban pensando en salir de la UE, ya no están interesados en hacerlo. Mientras tanto, se cree que el impacto inicial en ambas regiones será negativo.

¿Hay luz al final del túnel? Después de la derrota de Johnson en el Parlamento del Reino Unido, el sábado el primer ministro escribió una carta a la UE pidiendo una extensión de la fecha de salida hasta el 31 de enero, como estipula *Benn Act*. Sin embargo, Johnson aún intentará sacar al Reino Unido de la UE a fines de octubre, impulsando la legislación necesaria para implementar su acuerdo a través del Parlamento en menos de dos semanas. El Proyecto de Ley de Retirada comenzará su proceso probablemente la próxima semana, no sin que el primer ministro intente primero pedir otra votación sobre el acuerdo de salida tan pronto como el lunes.

¿Se han agotado las políticas económicas? Una de las principales discusiones en casi todas las conferencias fue el papel de la política monetaria y fiscal y hasta dónde pueden llegar para lograr un mayor crecimiento económico. La opinión general es que, si bien la primera ha estado haciendo todo el trabajo en los últimos años, las autoridades fiscales han sido más que cautelosas. En este contexto, las condiciones financieras holgadas no necesariamente han pasado a la economía real, por lo que la pregunta ahora es cuánto espacio queda para los instrumentos de política monetaria. La respuesta más común a esta pregunta, particularmente en aquellos países donde los bancos centrales han estado relajando las condiciones monetarias, fue que el margen de maniobra en caso de un choque adverso es limitado. El problema principal aquí son los costos de oportunidad del uso de la política monetaria, particularmente en términos de posibles riesgos que se acumulan en términos de estabilidad financiera.

El Fed tiene más espacio para reducir la tasa de referencia. El consenso espera otro recorte de tasas en octubre, en línea con nuestras propias expectativas, pero el escenario a futuro se ha vuelto más incierto, en medio de tensiones comerciales más bajas y en medio de datos económicos más débiles en ausencia de presiones inflacionarias. En este contexto, el FOMC ha tomado decisiones argumentando una estrategia de administración de riesgos, con el fin de mantener la expansión, dado el escaso espacio de maniobra que tendría en esta ocasión vs. otros episodios de un choque adverso.

Vale la pena señalar que, en las dos recesiones anteriores, el FOMC bajó las tasas en aproximadamente 500-520bps, mientras que en este momento solo les quedan 187.5bps. En términos de otras medidas no tradicionales de política monetaria, como lo son los programas de compra de activos (*QE*), los argumentos políticos en contra pesan más que los económicos.

La política monetaria parece haberse agotado en la Eurozona. Existe un amplio consenso de que el ECB ha agotado la política monetaria como instrumento para impulsar el crecimiento, entre otros, dado que la población ha envejecido y los patrones de consumo están cambiando. Los analistas consideran que en la región existe una gran disponibilidad de crédito con un impacto insignificante en las perspectivas de crecimiento, al tiempo en que las tasas negativas podrían estar creando algunas fuentes de inestabilidad. En este contexto, el sistema financiero europeo tiene el desafío de desarrollar fuentes alternativas de financiamiento, como la integración de los mercados de capitales, ya que los bancos europeos financian alrededor del 75% de la economía frente al 25% en los Estados Unidos.

México – Responsabilidad fiscal, Pemex y prudencia monetaria. En nuestra opinión, los tres mensajes más importantes que expresó la delegación mexicana, liderada por el Secretario de Hacienda, Arturo Herrera, y por el Gobernador del Banco de México, Alejandro Díaz de León -acompañado por los Subgobernadores Irene Espinosa y Javier Guzmán-, fueron: (1) La responsabilidad fiscal es una realidad y continuará siendo una característica del gobierno actual; (2) el gobierno está apoyando a Pemex a salir adelante. El Secretario Herrera enfatizó que las operaciones recientes en los bonos de la petrolera mejoraron significativamente el perfil de vencimientos y las inyecciones de capital deberían de eliminar las preocupaciones que han mostrado algunos inversionistas sobre la solvencia y liquidez de la empresa, para hacer frente a sus compromisos de corto, mediano y largo plazo. Asimismo, también se hizo énfasis en la alta probabilidad que ve el gobierno en que Pemex pueda alcanzar la meta de 1.9 millones de barriles al día el año que entra, que sería el primer incremento en 14 años; y (3) percibimos un tono acomodaticio en los mensajes que enviaron el Gobernador Díaz de León y los Subgobernadores Espinosa y Guzmán, que nos permitieron reiterar nuestra proyección de dos reducciones de la tasa de referencia este año, pero no lo suficientemente acomodaticio como para pensar en un incremento de la velocidad en el ciclo de baja de tasas de 25pb a 50pb.

Desafíos a medio y largo plazo para la economía global. Además de los problemas a corto plazo, también se debatieron cuestiones más estructurales, como: (1) Cómo aumentar la productividad; (2) sustentabilidad; (3) tecnología y (4) regulación. En el primer caso, con el envejecimiento de la población, tanto en las economías desarrolladas como en algunas emergentes, junto con el cambio tecnológico, los países necesitan encontrar formas de mejorar los niveles de productividad para aumentar su crecimiento potencial. En este contexto, las reformas estructurales continúan siendo necesarias, en medio de un panorama de crecimiento persistentemente débil a mediano plazo y un espacio fiscal limitado en algunos países.

Sin embargo, aunque la justificación económica detrás de las reformas normalmente es clara, el impacto político está menos resuelto, ya que los cambios implican un costo a corto plazo en algunos sectores, mientras que los beneficios sólo se observan en el largo plazo. Además, esto tiene lugar en un contexto en el que los afectados normalmente están mejor organizados, lo que hace que los políticos se detengan en las reformas en medio del temor de ser penalizados en la votación.

En términos de sustentabilidad, el cambio climático y otros criterios sociales afectan cada vez más las decisiones de la vida cotidiana. El sistema financiero desempeña un papel importante en esta área ya que, al integrar el riesgo ambiental y social en sus propios modelos, pueden ofrecer mecanismos que protejan la naturaleza e impulsen prácticas comerciales sostenibles.

Con respecto al cambio tecnológico, si bien es ampliamente reconocido que los nuevos jugadores, como las compañías de *Big Tech*, podrían generar ganancias de eficiencia, al mismo tiempo también presentan algunos riesgos sistémicos. En este contexto, las autoridades deben considerar medidas para mitigar tales riesgos. En el sector financiero, por ejemplo, las compañías que ofrecen servicios en la nube están emergiendo rápidamente como proveedores clave de infraestructura para los bancos, lo que plantea la cuestión de si deberían ser supervisadas de manera similar a otras instituciones del sector.

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, Luis Leopoldo López Salinas, 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.

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	<i>Quando el rendimiento esperado de la acción sea mayor al rendimiento estimado del IPC.</i>
MANTENER	<i>Quando el rendimiento esperado de la acción sea similar al rendimiento estimado del IPC.</i>
VENTA	<i>Quando el rendimiento esperado de la acción sea menor al rendimiento estimado del IPC.</i>

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
Luis Leopoldo López Salinas	Analista Economía Internacional	luis.lopez.salinas@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	Gerente 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.cebillos@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