

Perspectiva 2016 – Retos importantes para la economía global y para México

21 de diciembre 2015

www.banorte.com
www.ixe.com.mx
@analisis_fundam

- El año próximo presenta retos importantes para la economía global, que continuará presentando un crecimiento moderado
- Identificamos 10 retos importantes de la economía global:
 - (1) La normalización de la política monetaria en EE.UU.
 - (2) Mayor estímulo por parte del ECB y probablemente por el BoJ
 - (3) Crecimiento global y cambio estructural en China
 - (4) Persistencia de la tendencia a la baja de los precios del petróleo
 - (5) Elecciones en EE.UU. y otros riesgos geopolíticos
 - (6) Continúa latente el riesgo de ataques cibernéticos
 - (7) México será el motor de crecimiento de Latinoamérica
 - (8) La inflación se mantendrá bajo control, mientras que el tipo de cambio permanecerá en niveles altos
 - (9) Banxico seguirá al Fed en su proceso de normalización monetaria
 - (10) Seguirá la instrumentación de las reformas estructurales, mientras que habrá algunos procesos electorales en 2016

Gabriel Casillas

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

Delia Paredes

Director Ejecutivo Análisis y Estrategia
delia.paredes@banorte.com

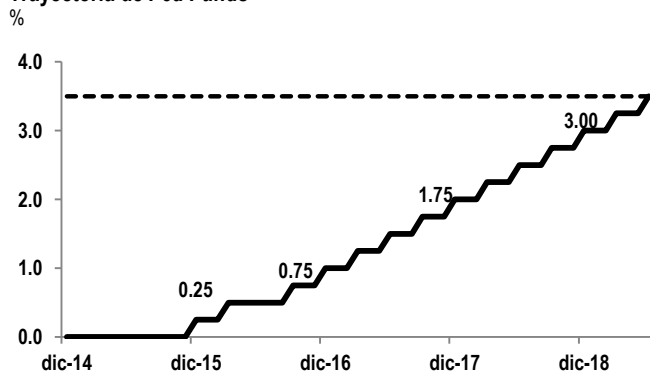
2016: El año del Mono de Fuego. Según la astrología china, es el año del Mono de Fuego, en donde el mono es el símbolo de la ambición. Y en este contexto, los retos de la economía global responden precisamente a esta característica. El cambio estructural de la economía china será de particular atención para los mercados, no sólo por su alcance y sus implicaciones sobre el panorama global, sino por el espacio que existe para errores de política que pudieran derivar en episodios de volatilidad en los mercados financieros internacionales, como los que tuvieron lugar en 2015. El proceso de normalización de la política monetaria por parte del Fed supone también un reto inédito en la historia de la economía global. El impacto que este proceso puede tener sobre las economías emergentes en particular, será importante, sobre todo considerando que otros bancos centrales de economías avanzadas tienen contemplado seguir e inclusive ampliar el estímulo monetario. Además de los temas económicos, los retos desde el punto de vista geopolítico también resultan ambiciosos. A las elecciones presidenciales en Estados Unidos, hay que añadir las tensiones actuales provocadas por las acciones del Estado Islámico así como las amenazas de un ataque cibernético, además de otros temas relacionados con la unidad europea, con el referéndum sobre la permanencia en la UE de Gran Bretaña en la agenda, mientras que continúa el proceso de ajuste estructural en Grecia. En México, si bien esperamos un impacto limitado sobre la producción automotriz proveniente del escándalo de Volkswagen, nuestra perspectiva de crecimiento para 2016 no es muy alentadora, ante un complejo panorama para las finanzas públicas en particular. No obstante, esperamos que continúe el proceso de implementación de las reformas estructurales, lo que nos hace sentirnos optimistas con respecto a la perspectiva de México en el mediano plazo.

Documento destinado al público en general

Política monetaria a global: Todo es relativo. En abril de 2016 se cumplen 100 años de que Albert Einstein publicara su artículo “*Fundamentos de la Teoría General de la Relatividad*”. Esta teoría ha ayudado a los científicos a comprender diversos aspectos del universo y a estudiarlo de una manera distinta, además de permitir el desarrollo de tecnologías como el sistema de posicionamiento GPS. El año que entra tocará el turno a los hacedores de política económica a poner a prueba los efectos de las posturas monetarias relativas, en un contexto en el que se acentuará la divergencia de éstas con el inicio de la normalización por parte del Fed –i.e. aumento gradual de tasas de interés-, al tiempo en el que el ECB y el BoJ incrementarán el estímulo monetario. Si bien es cierto que una de las incógnitas que generó más volatilidad en los mercados internacionales –el momento del inicio de la normalización por parte del Fed-, se habrá despejado, es difícil predecir la dirección de los flujos internacionales ante tal divergencia y su efecto sobre las decisiones de otros bancos centrales, así como el desempeño de la actividad económica, particularmente en economías emergentes.

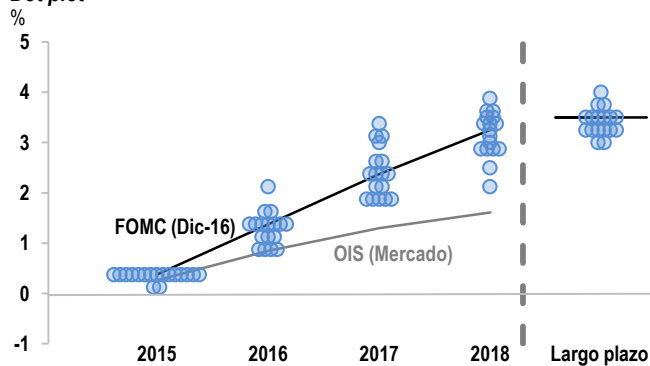
(1) Normalización de la política monetaria en EE.UU.: Gradualidad es el nombre del juego. Después de casi 10 años sin un alza de tasas –se dice que existe una generación entera de *traders* que nunca había visto al Fed subir tasas-, y de ocho años sin movimientos, el FOMC inició su proceso de normalización de la política monetaria. Esta “normalización” implica que después de todos estos años de tasas extraordinariamente bajas, la economía estadounidense está lista para retirar el estímulo sin precedentes que se aplicó a raíz de la crisis de 2008, y recuperar la tasa de interés como el principal instrumento de política monetaria. En nuestra opinión, el nivel “normal” de tasa de *Fed Funds* está alrededor de 3.5%, al que probablemente se llegará en 2019, tomando en consideración que el propio Fed ha hablado de un ciclo de alza de tasas muy gradual (ver gráfico abajo a la izquierda). Dada la incertidumbre que todavía rodea este proceso de normalización, consideramos que nuestra perspectiva da margen para subidas de tasas de 75pb en 2016, particularmente concentradas en aquellas reuniones en las que hay actualización de estimados y rueda de prensa por parte de Janet Yellen. Cabe mencionar que nuestro escenario está ligeramente por debajo de lo que implica el *dot plot* del Fed, y por encima de lo que actualmente descuenta el mercado, como se observa en el gráfico de abajo a la derecha.

Trayectoria de Fed Funds



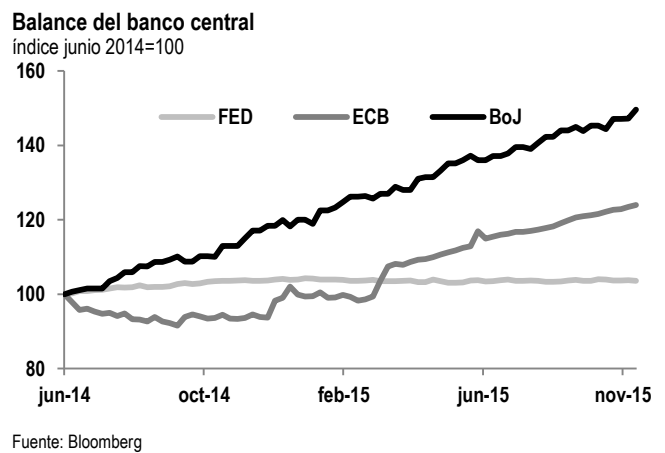
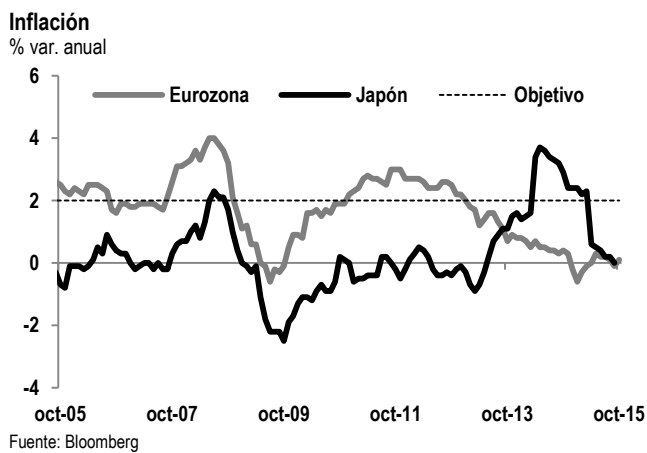
Fuente: Bloomberg

Dot plot



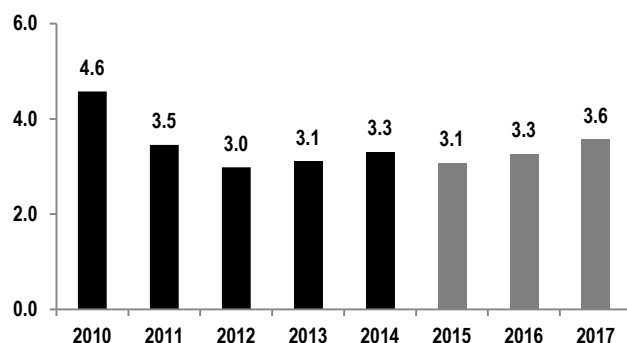
Fuente: Bloomberg y Banorte-Ixe

(2) Super Mario y Abenomics recargados. La recuperación tanto en la Eurozona como en Japón ha sido decepcionantemente lenta durante 2015, con los niveles de inflación mostrando poca presión al alza ante la tendencia a la baja de los precios de las materias primas y sin catalizadores internos que pudieran sugerir presiones por el lado de la demanda hacia delante (ver gráfico abajo a la izquierda). En este contexto, el ECB redujo en 10pb su tasa de depósitos, con lo que ahora se ubica en -0.3%. Adicionalmente, el Consejo aumentó el plazo del programa de compra de activos hasta marzo de 2017, con posibilidad de extenderse nuevamente en caso de ser necesario. Si bien el ECB decepcionó al mercado al no incrementar el monto mensual de compras de activos –aunque sí se amplió el universo de instrumentos elegibles–, con esta extensión el programa crece de 1.1 billones de euros a 1.5 billones de euros. Por su parte, Japón entrará en 2016 con una economía en recesión y la inflación todavía en cero. Si a esto le añadimos que el año que entra tendrá lugar un proceso electoral en la *Cámara de Consejeros* –o Cámara Alta de la Dieta Nacional de Japón–, es muy probable que el estímulo a la economía se amplíe a principios del año. Dicha medida implica incrementar el monto de compras de activos de los actuales 80bn de yenes a 100bn. Adicionalmente, es posible ver medidas también desde el punto de vista fiscal. La divergencia entre el Fed y los principales bancos centrales antes mencionados implica retos importantes para estas economías. El inicio de la normalización supondrá una debilidad inicial de las monedas. Después de esto, el efecto dependerá de la gradualidad de los incrementos de tasas, lo que podría coincidir con preocupaciones sobre los niveles de deuda, particularmente en el caso de Japón, o con demanda por activos seguros ante tensiones geopolíticas, lo que podría eventualmente generar una apreciación tanto el yen como del euro.



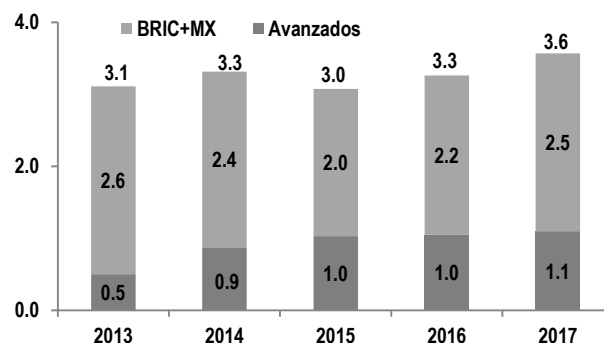
(3) Crecimiento modesto de la economía global en 2016. Dada la incertidumbre que todavía existe, seguimos pronosticando un crecimiento moderado de la economía global. Prevemos que la economía mundial se expandirá 3.1% en 2015, seguido de una incipiente aceleración el próximo año a niveles de 3.3% (ver gráfico abajo a la izquierda). No vemos ningún catalizador en especial en países avanzados que nos lleve a pensar en una aceleración en el crecimiento de estos países, que mantendrán tasas similares a las observadas en 2015. En economías emergentes, consideramos que Brasil y Rusia extenderán la recesión en 2016, aunque el ritmo de contracción será cada vez menor. Esto implica que la contribución de estas economías al crecimiento global el año que viene pasará de 2pts-% a 2.2pts-%, lo que explica principalmente el incremento en la tasa de expansión estimada (ver gráfico abajo a la derecha).

Crecimiento global
% anual



Fuente: Banorte-Ixe con datos de Bloomberg

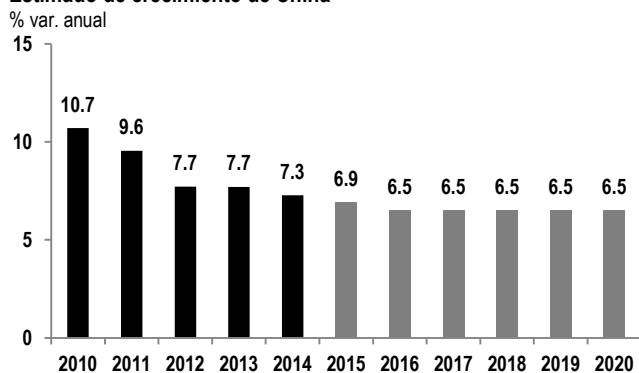
Crecimiento global: Avanzados y Emergentes
% contribución



Fuente: Banorte-Ixe con datos de Bloomberg

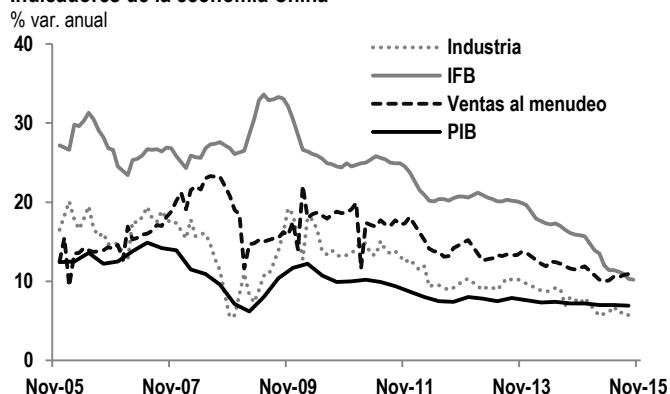
China, entre la desaceleración económica y el cambio estructural. La preocupación por un escenario de aterrizaje forzoso en China ha disminuido significativamente, aunque se mantiene la incertidumbre en torno al nivel de desaceleración que el gobierno permitirá al tiempo que continúa con su agenda de cambio estructural. En términos de actividad económica, el PIB creció 7% en la primera mitad del año, aunque dando muestras de desaceleración a partir de 3T15 con un crecimiento por debajo de 7% por primera vez desde el primer trimestre de 2009. Las discusiones preliminares en cuanto al objetivo de crecimiento para los próximos cinco años –mismo que se dará a conocer de manera oficial en marzo de 2016-, se ubica en 6.5%, como se observa en la gráfica abajo a la izquierda. Cabe recordar que el objetivo en 2010 era duplicar el tamaño de la economía China en el período 2010-2020. Por lo pronto, si bien, las cifras económicas muestran relativa estabilidad a nivel interno, la demanda externa se ha debilitado en los últimos meses mientras que el sector residencial muestra señales de desaceleración (ver gráfico abajo a la derecha). En este contexto, es muy probable que las autoridades monetarias sigan implementando medidas de estímulo. Cabe recordar que en octubre, el PBoC recortó nuevamente sus dos tasas de referencia en 25pb y sus requerimientos de reservas. La tasa de préstamos a un año se ubica en 4.35% y la de depósitos en 1.5%, mientras que los requerimientos de reservas se redujeron en 50pb, ubicándose en 17.5% para los mayores bancos.

Estimado de crecimiento de China



Fuente: Bloomberg

Indicadores de la economía China

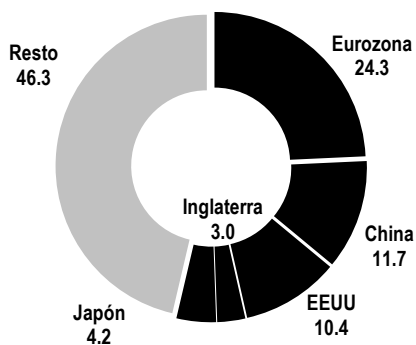


Fuente: Bloomberg

Las preocupaciones por China tienen que ver con el cambio estructural y los posibles errores de política económica. En nuestra opinión, China seguirá siendo un tema central para los mercados ante la incertidumbre que genera la toma de decisiones del gobierno. Ejemplo de esto lo tuvimos este año, cuando el gobierno chino decidió cambiar la manera en que fija el nivel del tipo de cambio, en medio de un fuerte proceso de ajuste en los mercados de valores. Si bien el objetivo del gobierno era iniciar la flexibilización del tipo de cambio, los inversionistas interpretaron la medida, en un primer momento, como el inicio de una depreciación competitiva de la moneda. En este contexto, cabe mencionar que dentro de la estrategia de flexibilización del régimen de tipo de cambio está la inclusión del *renminbi* en la canasta de *Derechos Especiales de Giro* del FMI, lo que fue recientemente aprobado y entrará en vigor en octubre del año que entra. Principalmente dos son los criterios para formar parte de los DEGs: (1) Las exportaciones de bienes y servicios del país con la moneda en cuestión deben estar entre las de mayor valor dentro del comercio mundial durante el período de cinco años (ver gráfico abajo a la izquierda); y (2) que el valor de dicha moneda sea calificado por el propio FMI como de uso flexible. El *renminbi* tendrá un peso dentro de la canasta de 10.9%, por encima del peso actual de la libra esterlina y el yen japonés (ver gráfico abajo a la derecha).

Comercio exterior

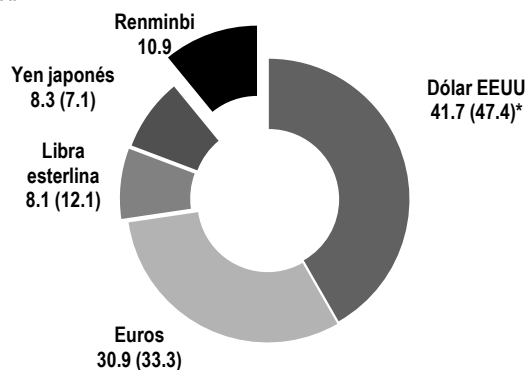
% del comercio global*



Fuente: Bloomberg
*Exportaciones más importaciones

Composición de los DEGs

% del total

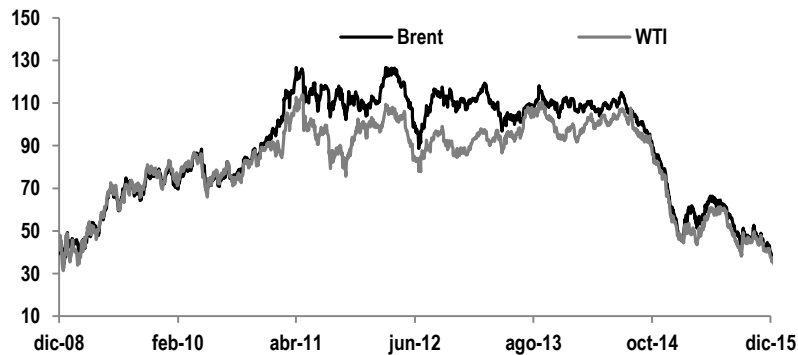


Fuente: FMI
*Peso actual dentro de los DEGs

(4) Persistencia a la baja de los precios del petróleo. La economía global en 2016 deberá seguir adaptándose a vivir en un mundo en el que los precios del petróleo permanecerán bajos. A finales de este 2015, continuando con la tendencia a la baja de las materias primas, los precios del petróleo están tocando recientemente niveles cercanos a 35dpb, niveles no vistos desde 2009. El precio barril de petróleo Brent se ubica en 35.5dpb mientras que el WTI cotiza en 34.8dpb, como se muestra en la siguiente gráfica. Con estos números, en lo que va del mes de diciembre, los precios se han caído 18.4% y 16.8%, respectivamente con lo que se acumulan pérdidas de cerca del 30% en lo que va del año. Desde un punto de vista estructural, la tendencia a la baja de los precios del petróleo se sigue explicando por: (1) Una menor demanda ante un crecimiento lento de la economía mundial, y la desaceleración de China, en particular, como mencionamos en la sección anterior; y (2) la sobreoferta que sigue existiendo en el mercado de crudo.

Precio del petróleo

dpb

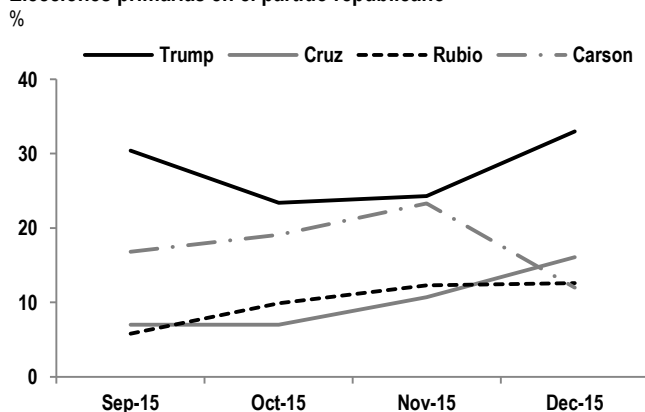


Fuente: Bloomberg

Hacia delante, pensamos que es posible una recuperación limitada de los precios del petróleo aunque se mantendrán en niveles bajos. Si bien existen analistas que predicen un precio del crudo por debajo de los 20dpb, pensamos que es un escenario poco probable. En la medida en que caigan los precios del petróleo, los niveles de producción tenderán también a reducirse, ya que los participantes menos productivos saldrán del mercado. Por lo anterior consideramos que si bien los precios energéticos se mantendrán en niveles bajos es posible que tengan una recuperación limitada en los próximos meses hacia niveles no mayores a los 50dpb. Adicionalmente, para muchos países exportadores de petróleo, los efectos no están siendo favorables, sobre todo teniendo en cuenta que, a estos niveles, los balances fiscales de estos países están siendo presionados, por lo que de seguir con esta tendencia, se afectaría la actividad económica. En particular, destaca el caso de Rusia, en donde la recesión que experimenta esta economía podría profundizarse (ver nota publicada en 11 de diciembre de 2015 "[Precios del petróleo en mínimos de los últimos 6 años](#)" [aquí](#)).

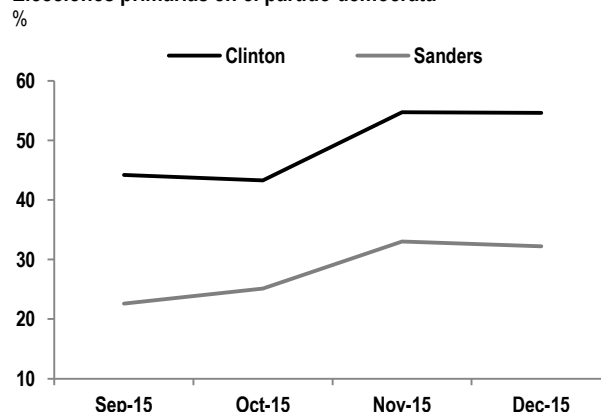
(5) Retos geopolíticos: Atención en las elecciones presidenciales en Estados Unidos. El proceso de elección primario ya ha iniciado ya este año y que se extenderá hasta el 6 de noviembre del año que entra. Adicionalmente, se renovararán los 435 curules de la Cámara de Representantes y 34 miembros del Senado. Este proceso implica que el *impasse* político probablemente continúe por lo menos los próximos 12 meses. En el partido republicano, la atención se centra en Donald Trump, Ben Carson y Marco Rubio. En el partido demócrata, las elecciones primarias serán entre Hillary Clinton y Bernie Sanders (ver nota publicada el pasado 30 de octubre: “Elección 2016 – El largo camino a la presidencia de Estados Unidos” [aquí](#)). Un promedio de las encuestas más relevantes a nivel nacional sugiere que Donald Trump lleva la delantera en el partido republicano con el 33% de los votos, seguido de Ted Cruz (16.1%), de Marco Rubio (12.6%) y de Ben Carson (12%), como se muestra en el gráfico de abajo a la izquierda. En el partido demócrata, Hillary Clinton sigue a la cabeza con el 54.6% de la preferencia, y aunque Bernie Sanders ha cerrado la diferencia con 32.2% de los votos, todavía está muy lejos de la ex Secretaria de Estado (ver gráfico abajo a la derecha). La encuesta de *NBC* y el *Wall Street Journal* sobre los escenarios para la contienda presidencial indican que de ser Clinton la candidata demócrata, ganaría la presidencia contra Trump y contra Cruz, pero en caso de que Rubio o Carson fueran los candidatos del partido republicano, Clinton perdería por un margen estrecho.

Elecciones primarias en el partido republicano



Fuente: RealClear Politics

Elecciones primarias en el partido demócrata



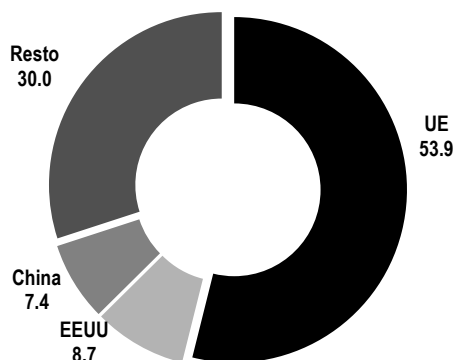
Fuente: RealClear Politics

En la Unión Europea, los retos del *Brexit*, el *Grexit*, y otros riesgos geopolíticos. El 2015 fue un año particularmente difícil para Europa en términos de los cuestionamientos que hubo sobre la fortaleza de la Unión Europea, en particular, entre los miembros de la Eurozona a raíz de la crisis en Grecia. Si bien el riesgo se ha reducido significativamente, esperamos que el año que entra continúen los debates en cuanto a una renegociación de los términos de la unión, en medio de una crisis de migración.

Referéndum sobre la permanencia del Reino Unido en la UE. El Primer Ministro de Gran Bretaña, David Cameron, se religió como Primer Ministro con la promesa de realizar un referéndum sobre la permanencia de este país en la Unión Europea, el cual tiene pensado preparar durante 2016 y llevar a cabo el año siguiente. Los que apoyan la salida argumentan que el Reino Unido podría tener mayor control en materia de política migratoria y negociación de tratados de comercio. En contraste, aquellos a favor creen que dejar la Unión Europea tiene el riesgo de afectar el desempeño del Reino Unido –el comercio con la UE representa 54% del su comercio total, como se muestra en el gráfico abajo a la izquierda-, así como disminuir su influencia sobre temas a nivel global.

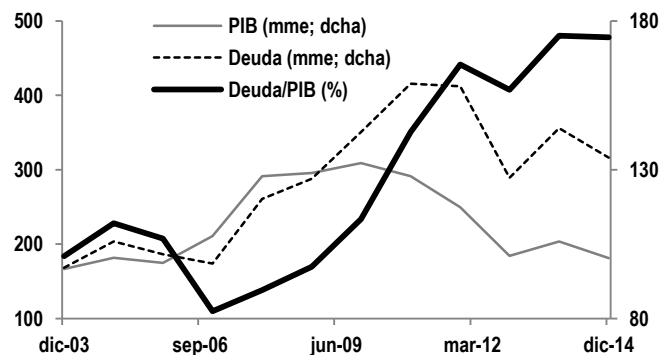
Grecia tiene el compromiso de continuar el ajuste estructural. En lo que respecta a Grecia, después de la crisis en verano, el panorama se mantiene sin cambios, con el gobierno de Alexis Tsipras avanzando en los cambios estructurales pedidos por lo acreedores. El tercer paquete de rescate autorizado en agosto fue por un monto de 86mme de euros, de los cuales ya se han desembolsado alrededor de 41mme. El reto en Grecia sigue siendo lograr reducir la razón de deuda como porcentaje del PIB, actualmente en 174.5% sin deteriorar aún más el panorama macroeconómico. En particular, es importante que el gobierno reforme el sistema de pensiones, lo cual podría representar un escollo importante dado el débil soporte que tiene el gobierno de Tsipras, por lo que no podemos descartar la posibilidad de nuevas elecciones el año que entra.

Principales socios comerciales del Reino Unido
% del total de comercio*



Fuente: Bloomberg
*Exportaciones más importaciones

Deuda y PIB en Grecia



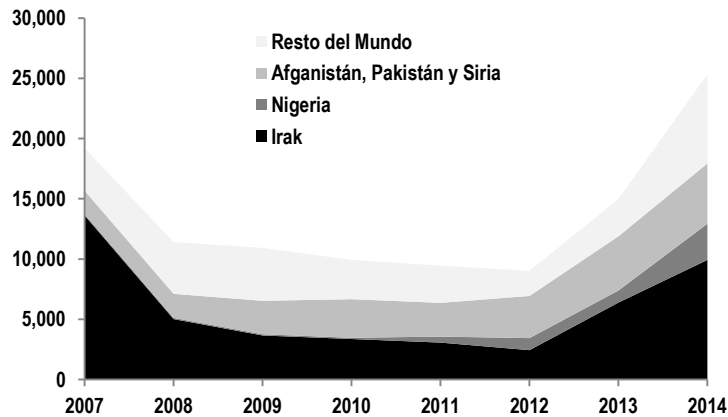
Fuente: Bloomberg

Crisis migratoria. La reciente ola de refugiados, particularmente sirios, en Europa es una fuente potencial de tensión social el año que entra. Entre otros es muy posible que se cancele el Acuerdo Shengen, por el cual varios países de Europa han suprimido los controles en las fronteras interiores (entre esos países) y han trasladado estos controles a las fronteras exteriores (con países terceros). Si bien es muy posible que la cancelación de este acuerdo no tenga impacto sobre la libre movilidad de la fuerza laboral europea, las divergencias de opiniones sobre la política migratoria en cada país podría ser una fuente de desacuerdo entre los gobiernos europeos.

Se incrementan las tensiones en el Medio Oriente. Durante 2015, las tensiones en Medio Oriente se han incrementado ante los renovados ataques del grupo denominado *Estado Islámico de Irak y Siria* (conocido como ISIS), particularmente a raíz de la guerra civil en Siria, como se observa en el gráfico abajo. La respuesta de occidente a los ataques terroristas en París y en California ha tenido como respuesta la intensificación de los bombardeos en Siria, afectando a civiles en algunas ocasiones. A esto hay que añadir las tensiones entre Rusia y Turquía por el derribo de un avión militar pese a ser advertido en varias ocasiones de abandonar espacio aéreo turco, lo que tuvo un efecto negativo en las actividades comerciales y relaciones bilaterales. Consideramos que la amenaza de ataques terroristas seguirá latente en 2016, aunque no prevemos que se escalen las tensiones entre Rusia y occidente más allá de los problemas que ya existen con respecto a Ucrania. En este contexto, estaremos atentos a los eventos en esta región y su impacto en los mercados, particularmente en lo que se refiere a eventos que afecten: (1) la oferta de crudo, lo que llevará a fluctuaciones en los precios; (2) los intereses de una región en particular; y (3) exacerben el conflicto en el Medio Oriente.

Muertes a causa del terrorismo

Número de personas



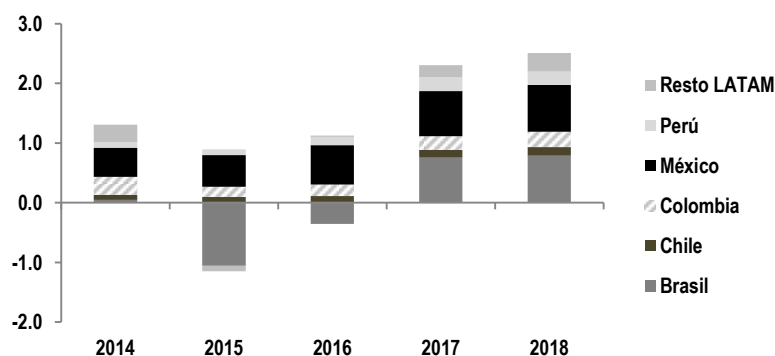
Fuente: Statista

(6) Riesgos de un ciber-ataque. En 2015 continuaron los episodios de maniobras ofensivas a los sistemas informáticos, infraestructuras, redes de computadoras y dispositivos personales de varias empresas. En este contexto, cada vez son más las empresas que dedican recursos a reforzar la seguridad de sus sistemas, particularmente la información que se tiene almacenada en la nube. Entre los sectores más afectados están el financiero, el de infraestructura y servicios públicos (apagones). La mayor cantidad de crímenes informáticos provienen de China, Irán y Corea del Norte. Consideramos que esta amenaza seguirá presente –e inclusive podría crecer-, en 2016.

(7) México será el motor de crecimiento de Latinoamérica. Dado el difícil entorno de la economía global, consideramos que la economía mexicana está bien posicionada para hacer frente a los retos globales. México está lejos de China en términos de actividad económica y más cerca de Estados Unidos, cuyo crecimiento seguirá consolidándose en los próximos años. Dada la debilidad del resto de países en Latinoamérica ya sea porque el ciclo económico depende más del de materias primas, o por que están experimentando problemas internos, como es el caso de Brasil y de Venezuela, México será el principal motor de crecimiento de la región, explicando alrededor de 85% del crecimiento en los próximos años, como se muestra en la gráfica de abajo.

Perspectivas de crecimiento en Latam

% contribución



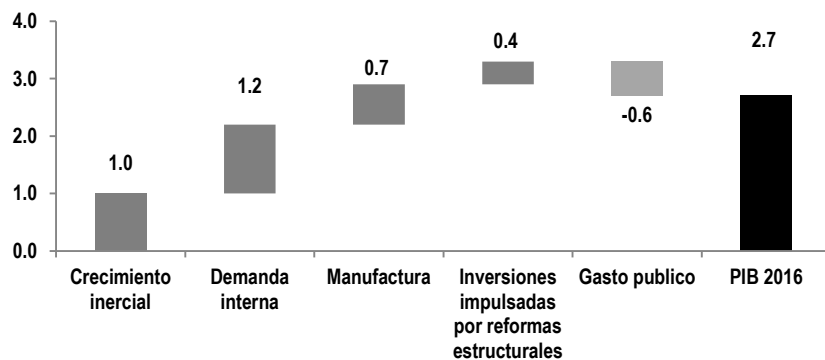
Fuente: FMI

No obstante, el crecimiento económico seguirá siendo un reto importante para la economía mexicana. A pesar de la fuerte desaceleración que presentó la actividad económica en el primer semestre del 2015, la economía mexicana ha mostrado una visible recuperación en los últimos meses motivada en parte por el mayor dinamismo que ha presentado tanto la inversión como el consumo privado. De mantener esta tendencia, es probable que el PIB de México podría presentar un crecimiento de 2.7% durante el 2016, ligeramente mayor al crecimiento de 2.3% que probablemente alcanzará en 2015. En el mediano y largo plazo, consideramos que la economía mexicana podría alcanzar tasas de crecimiento en torno al 3.5% anual.

Motores de crecimiento balanceados. El crecimiento de la economía mexicana en 2016 estará fundamentado por los siguientes factores: (1) Un crecimiento inercial de alrededor de 1 punto porcentual (pp); (2) un mayor dinamismo de la demanda interna, con lo cual consideramos que contribuirá con 1.2 puntos porcentuales al crecimiento económico; (3) el mayor dinamismo de la industria manufacturera, gracias al mayor dinamismo de la demanda externa, particularmente proveniente de EE.UU., el incremento de la producción automotriz generado por las inversiones realizadas en este sector y a la mayor competitividad de la mano de obra mexicana, lo cual se traducirá en una contribución de 0.7pp al dinamismo de la economía mexicana; (4) un incremento de 0.4pp en el PIB derivado de las inversiones relacionadas con las reformas estructurales, particularmente la energética y en menor medida, la de telecomunicaciones; y (5) una reducción de 0.6pp producto del menor gasto público y el estancamiento de la plataforma de producción petrolera, como se puede apreciar en la siguiente gráfica.

Fuentes de crecimiento en 2016

Contribución en puntos porcentuales



Fuente: Banorte-Ixe

Crecimiento inercial de un punto porcentual. El pasado 20 de noviembre, cuando el *INEGI* publicó el reporte del PIB correspondiente al tercer trimestre del año, conocimos que la actividad económica había alcanzado un crecimiento de 0.8% t/t, lo que implicó una expansión de la economía de 2.6% anual en 3T15. Con la publicación de estas cifras y tomando en cuenta la proyección realizada para el último trimestre del 2015, el modelo econométrico utilizado para realizar el pronóstico económico de México arrojó un crecimiento inercial de un punto porcentual. Cabe destacar que dicha tasa tiene en cuenta tanto la inercia de la actividad económica, así como los efectos de la base de comparación.

Mayor dinamismo de la demanda interna. Para el próximo año, estimamos que el mayor dinamismo de la demanda interna podría agregar alrededor de 1.2 puntos porcentuales al crecimiento económico de México. En particular, consideramos que el consumo privado mostrará una recuperación más visible en el 2016 motivada por los siguientes factores: (i) Continuación de la recuperación que mantendrá la confianza de los consumidores, lo cual eventualmente se traducirá en un mayor consumo privado; así como en una (ii) mejor dinámica de crecimiento en el mercado laboral mexicano, lo cual probablemente se traducirá en una caída en la tasa de desempleo, mayores ingresos y un incremento en el porcentaje de trabajadores formales; (iii) la inflación se mantendrá alrededor de 3% lo cual motivará un mayor gasto de los hogares mexicanos; y (iv) un mayor dinamismo económico impulsado por la industria manufacturera y por los primeros proyectos de inversión derivados de las reformas energética y financiera.

La producción manufacturera mantendrá un mayor crecimiento. Si bien la producción manufacturera alcanzará un avance significativo en 2015 (de alrededor de 3.1%), consideramos que dicho sector mantendrá un crecimiento acelerado en 2016 fundamentado por una mayor competitividad de la industria manufacturera, particularmente en el sector automotriz. Lo anterior a pesar del efecto negativo que pudiera tener el escándalo de *Volkswagen* sobre la producción automotriz, que de acuerdo a nuestros estimados más pesimistas podría recortar alrededor de 6.4pbs al crecimiento de 2016. Adicionalmente, esta caída será compensada por los aumentos de producción provenientes de las inversiones de otras armadoras, como es el caso de *Mazda* que tiene contemplado incrementar su producción automotriz de 140 mil unidades en 2014 a 230 mil unidades en 2016. *Kia* empezará con una producción de 300 mil unidades el próximo año; mientras que *Audi* comenzará con la producción de 150 mil unidades en 2016. Con ello, consideramos que el mayor dinamismo de la industria automotriz explicará parte de la mayor contribución del sector manufacturero al dinamismo económico (ver nota: “*PIB 2016 – Fortaleza de IED y demanda interna, pero menor gasto público*” [<aquí>](#)).

Impacto de la reforma energética y de telecomunicaciones en el corto plazo. A pesar de que reconocemos que tomará algunos años ver la suma de los efectos positivos del gran esfuerzo de las reformas estructurales llevadas a cabo en los últimos dos años, pensamos que poco a poco empezaremos a ver los beneficios en términos de crecimiento económico. En particular, en el sector energético se empezaron a asignar los primeros campos a la inversión privada, los cuales empezarán trabajos en 2016. En este contexto, y tomando en consideración también las inversiones en la industria petroquímica, esperamos que 0.3pp de crecimiento en 2016 provendrán de la instrumentación de la reforma energética.

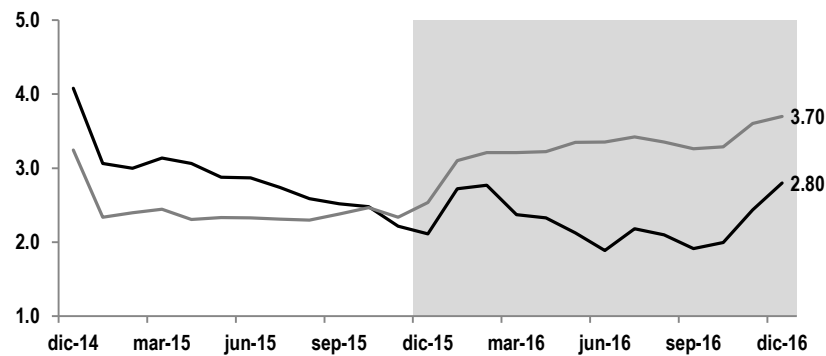
En el caso de la reforma de telecomunicaciones, consideramos que las inversiones que se pueden detonar con las nuevas cadenas televisivas, así como con la licitación de parte del espectro radioeléctrico, pueden contribuir con 0.1% del PIB en el 2016. A su vez y en menor medida, la desincorporación de activos de *América Móvil* –por considerarse “preponderante”-, podría impulsar mayor inversión (neta) en el sector, sobre todo por la subinversión en infraestructura de este sector que identificamos a partir de la aprobación de la reforma.

Reducción en el gasto limitará el crecimiento económico. En 2015, la Secretaría de Hacienda anunció un recorte de 124,300 millones de pesos (0.7% del PIB) para hacer frente a los menores ingresos petroleros. En este sentido, el recorte anunciado por el gobierno recientemente no era necesario llevarlo a cabo este año, debido a que se cuenta con la cobertura de ingresos petroleros a 79 dólares por barril. No obstante lo anterior, recordemos que excluyendo las inversiones de Petróleos Mexicanos (Pemex), el gobierno se comprometió a disminuir el déficit público de 1.5% del PIB en 2014 a 1% del PIB para el 2015 (este año) y a 0.5% del PIB para 2016. Debido a que no se cuenta con cobertura para 2016, y la cobertura que se podría contratar probablemente sea a un precio mucho menor al de este año, el gobierno anunció recientemente el documento de pre-criterios de política macroeconómica para 2016 un recorte adicional en 2016 de 135mmdp para cumplir con el compromiso de terminar ese año con un déficit de 0.5% del PIB. Dado que el gobierno federal realizó el compromiso de establecer criterios adicionales para la prelación de proyectos de inversión buscando la mayor rentabilidad social y económica, consideramos que este recorte estará concentrado en reducir el gasto corriente del gobierno federal. Con ello, si bien éste representa alrededor de 0.8% del PIB, en términos de crecimiento –y considerando su efecto multiplicador–, estimamos que esta reducción en el gasto público podría restar alrededor de 0.6 puntos porcentuales al dinamismo económico de México.

Mayor impacto del recorte en 2016 que en 2015. Cabe señalar que a diferencia del recorte anunciado para 2015 –que consideramos que tendrá un impacto limitado en el crecimiento, sobre todo por la desaparición de proyectos que no estaban contemplados en los pronósticos de la mayoría de los analistas-, sí estimamos un impacto negativo importante del recorte para 2016, debido a que estando fundamentado en una “base cero”, probablemente contemplará despido de personal, así como una disminución importante de gasto público que estaba presente en el pasado.

(8) Inflación se ubicará en 2.8% al cierre de 2016. De acuerdo al reporte de inflación de noviembre, la variación anual de los precios en los últimos doce meses se ubicó en 2.21%, alcanzando así un mínimo histórico. Más aún, los estimados para diciembre muestran que la inflación podría cerrar el año alrededor de 2.1% anual. Con estos datos, revisamos a la baja nuestro estimado para finales del próximo año de 3.5% a 2.8%. La tendencia a la baja, no sólo de los precios de los energéticos sino también de otras materias primas, ha resultado en una inflación mucho menor a la que se había contemplado. Adicionalmente, el contagio proveniente de la depreciación del tipo de cambio a los precios ha sido limitado, con presiones solamente moderadas sobre los precios de los bienes duraderos, pero que no han tenido efectos secundarios sobre los precios de otros productos. En este contexto, esta revisión incluye un contagio marginalmente mayor por parte del tipo de cambio a los precios para el próximo año, sobre todo tomando en cuenta una recuperación importante de la demanda interna, así como la trayectoria esperada en los precios de las gasolinas (ver gráfico abajo).

Estimado de inflación 2015-2016
% anual

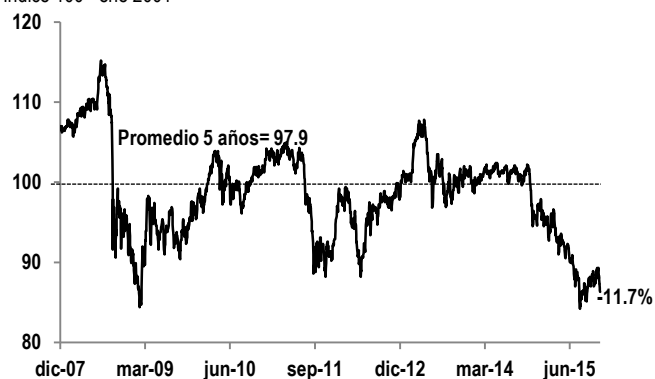


Fuente: Banorte Ixe con datos del INEGI

Tipo de cambio sujeto a la volatilidad internacional. En lo que va del año, el peso mexicano se ha depreciado 13.5%. Cabe mencionar que este movimiento se puede explicar por dos factores: (1) La fortaleza del dólar americano ante la expectativa que existió durante todo el año de que el Fed iniciaría el proceso de normalización; y (2) la tendencia a la baja de los precios del petróleo. Si bien consideramos que a estos niveles el peso mexicano se encuentra subvaluado (ver gráfico abajo a la izquierda), consideramos que los factores mencionados anteriormente, aunado a una crecimiento moderado, seguirán pesando sobre el valor del peso mexicano, que probablemente se mantendrá por encima de los 17 pesos por dólar la mayor parte del año que entra (ver gráfico abajo a la derecha).

Tipo de cambio real efectivo

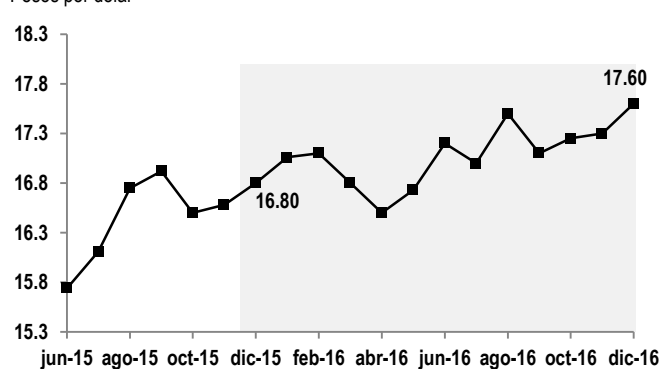
Índice 100= ene 2001



Fuente: JPM

Estimados de tipo de cambio

Pesos por dólar



Fuente: Banorte Ixe con datos de Bloomberg

(9) Banxico podría dejar de seguir al Fed en 2016. En línea con lo esperado, Banco de México anunció su decisión de aumentar en 25pbs la tasa de referencia, con lo cual se ubicó en 3.25% en línea con el consenso de los analistas del mercado. La autoridad monetaria mexicana modificó su postura monetaria a pesar del escenario actual de moderado crecimiento y baja inflación, cuyo balance de riesgos en ambos casos mejoró. No obstante lo anterior, el inicio de la normalización de la política monetaria por parte del Fed y su efecto sobre el tipo de cambio fue la principal razón por la que modificaron la postura monetaria. Hacia delante, Banxico dejó abierta la ventana para adecuar su postura monetaria del próximo año a las condiciones cíclicas de la economía mexicana, lo que implica que podría dejar de seguir al Fed en algún punto. En este contexto, consideramos que el ciclo de alza de tasas del Fed en 2016 será de 75pbs, mientras que el de Banxico será de 50pbs con lo que la tasa de referencia terminaría 2016 en 3.75%.

(10) Reto de mediano plazo: Instrumentación de las reformas estructurales.

A pesar de los distintos retos políticos, sociales y económicos de este año, se logró seguir avanzando en la implementación de las reformas estructurales aprobadas en la presente administración. A lo largo del 2015, destacamos los esfuerzos realizados principalmente en materia de energía, telecomunicaciones, financiera, educativa y electoral. Para 2016 y en los años subsecuentes, confiamos en que se seguirán instrumentando las reformas.

Reforma energética: Ronda 1, primeros proyectos con inversión privada.

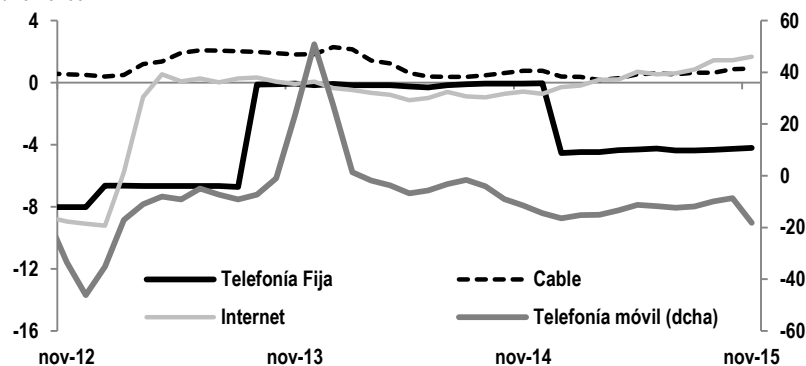
Durante 2015 se llevaron a cabo tres procesos licitatorios bajo la llamada Ronda. Dichos procesos han representado una experiencia enriquecedora para el gobierno federal, que por primera vez abre el sector a la inversión privada. El primer paquete estuvo compuesto por 14 bloques en aguas someras. El resultado de esta primera ronda estuvo por debajo de las expectativas, ya que se asignaron 2 de los 14 bloques (14.3%), menor a lo esperado por el mismo gobierno federal (~30%). Cabe destacar que el consorcio integrado por las empresas Sierra Oil & Gas, Talos Energy y Premier Oil fue el ganador de las dos asignaciones (para mayor detalle referirse a nuestra nota “*Ronda 1 – Un mejor resultado de lo que se aprecia a simple vista*” [aquí](#)). En lo que respecta a la Ronda 1.2, realizada a finales de septiembre, la historia fue distinta (ver nota “*Ronda 1.2 – Gran Resultado*” [aquí](#)). Se lograron asignar 3 de los 5 bloques (60%), un resultado en línea a lo esperado por el mismo gobierno federal (~60%), en un ambiente en el que la tendencia de los precios del petróleo continuo siendo de baja. Las empresas ganadoras fueron ENI International, Pan American Energy/E&P Hidrocarburos y Servicios, y Petrobal. Finalmente, la Ronda 1.3 sorprendió con un resultado perfecto al asignarse el 100% de los 25 bloques licitados, siendo la mayoría empresas mexicanas las ganadoras. Un resultado significativamente por arriba de lo esperado por el gobierno (~20%), en un ambiente en el que la tendencia de los precios del petróleo sigue siendo de baja (ver nota “*Ronda 1.3 – Resultado perfecto*” [aquí](#)). Para el próximo año, las subsecuentes dos rondas, cuyos procesos licitatorios están todavía por definir, incluyen campos en aguas profundas y petróleo extra pesado, así como exploración en Chicontepec y de recursos no convencionales. Hasta el momento, la Comisión Nacional de Hidrocarburos ya informó que serán 10 los campos contractuales que se licitarán en la Ronda 1.4 a más tardar en el tercer trimestre del 2016, la cual incluye aguas profundas y se espera la participación de grandes empresas como Exxon, Shell, Chevron o BP.

Reforma energética: Menores precios de los combustibles. Adicionalmente, parte de la implementación de la reforma energética implicó avanzar en la liberación de los precios de las gasolinas. En este contexto, la *Ley de Ingresos* para 2016, incluye un rango de +/3% en el precio de las gasolinas. Esto implica que el precio de la gasolina de bajo octanaje (Magna), fluctuará en un rango de 13.17 y 13.98 pesos por litro; mientras que para la gasolina de alto octanaje (Premium), el precio será de entre 13.96 y 14.81 pesos por litro. Finalmente, tras la aprobación de la reforma energética, se modificó la estructura organizacional y operativa de Pemex y CFE para dar paso a Empresas Productivas del Estado (EPEs).

Reforma en Telecomunicaciones: Menores costos del servicio. Uno de los mayores logros gracias a la reforma en telecomunicaciones se dio a principios de año con la eliminación del cobro de tarifas por llamadas de larga distancia (ver gráfico abajo). Asimismo, se ha empezado a dar una mayor competencia en este sector debido a la entrada a México de la empresa *AT&T*, con lo cual se espera expanda su nivel de cobertura a lo largo del país. Para el año que entra, esperamos la desagregación del bucle local, es decir, *Telmex* tendrá la obligación de liberar su red de infraestructura para que pueda ser utilizada por otras empresas mediante una renta.

Inflación en servicios de telecomunicación

% var. anual



Fuente: Banorte-Ixe con datos de INEGI

Reforma Financiera: Lenta implementación. A poco más de un año de haberse aprobado la reforma financiera, los avances aún marchan a paso lento, afectada. Además del modesto desempeño de la actividad económica, y aunque ha habido avances importantes en la creación de los marcos regulatorios, uno de los retrasos viene por la conformación de los tribunales especializados en materia mercantil. Cabe destacar que si bien el crédito privado al sector no financiero total ha presentado un repunte importante, tal como lo reflejó el último dato al mes de octubre con un crecimiento real de 10.6% derivado de una mejor demanda interna, a su interior todavía no se observa un crecimiento otorgado a través de las tarjetas de crédito. Adicionalmente, una de las principales limitantes para el aumento del crédito es el cobro de garantías, para lo cual, aún no se instalan tribunales especializados para este fin.

Reforma educativa: Creación del Sistema Nacional de Evaluación. Un tema que ha tenido gran relevancia este año, es en lo que respecta a materia educativa, ante los conflictos suscitados por la implementación de la reforma en ciertos estados del país como Oaxaca y Michoacán. Consideramos que entre los mayores avances se encuentran la creación del *Sistema Nacional de Evaluación*, el Servicio Profesional Docente y el *Sistema de Información y Gestión Educativa*, con el cuál los docentes de todo el país tienen la obligación de presentar una evaluación, así como cursos de preparación con el objetivo de contar con enseñanza de mayor calidad. Se espera que a principio del 2016 todos los maestros ya hayan sido evaluados, ya que al cierre de este año el avance era de 95%. Adicionalmente, en el pasado *Tercer Informe de Gobierno*, el presidente Peña Nieto, dio a conocer un plan para emitir bonos educativos en la Bolsa Mexicana de Valores, con el objetivo de mejorar la infraestructura educativa en el país. En la primera emisión de los mismos el pasado 4 de diciembre logró captar 8,581 millones de pesos.

Reforma Electoral: Fortalecimiento de los mecanismos democráticos. La reforma electoral permitió realizar una serie de cambios en la materia que han ayudado a fortalecer la democracia y que buscan una mayor transparencia electoral. En nuestra opinión destacamos: (1) La creación del *Instituto Nacional Electoral (INE)*, que sustituyó al *IFE* en la organización y vigilancia de las elecciones federales; (2) se estableció la nulidad de elecciones cuando un candidato rebasa por más de 5% el tope de gasto de campaña, que reciba o utilice recursos ilícitos, suceso que se pudo hacer válido en las pasadas elecciones de Colima que fueron anuladas; (3) se incrementó de 2% a 3% por ciento el umbral de votos necesario para que un partido conserve su registro; (4) permitir la reelección consecutiva de legisladores federales, locales y alcaldes; y (5) la aceptación de candidaturas independientes (como fue el caso del gobernador de Nuevo León “*El Bronco*”), y que sin duda será importante seguir a detalle con mira en las elecciones presidenciales de 2018. Finalmente, recientemente se ha empezado a discutir entre los partidos políticos la posibilidad de elaborar una nueva reforma electoral que permita realizar una “segunda vuelta” en las elecciones presidenciales, con el objetivo de que el presidente electo gane con el 51% de votos a su favor.

Proceso electorales 2016. Finalmente, otro de los temas que acaparará la atención de los inversionistas a nivel local, serán los procesos electorales que se llevarán a cabo el próximo año. Destacamos dos procesos electorales importantes el año que entra: (1) la elección extraordinaria en Colima, el 17 de enero de 2016; y (2) las elecciones en 13 estados del país, el 5 de junio.

En el primer caso, el próximo 17 de enero de 2016 se llevarán a cabo elecciones extraordinarias en Colima. Cabe destacar que las nuevas elecciones para gubernatura fueron convocadas después de que el *Tribunal Electoral del Poder Judicial de la Federación (TEPJF)* anulara los comicios del 7 de junio de 2015 tras comprobarse que un funcionario público coaccionó el voto a favor del candidato del PRI. En este contexto, José Ignacio Peralta Sánchez volverá a ser candidato del PRI. Por su parte, Jorge Luis Preciado Rodríguez será de nuevo el candidato del PAN; mientras que Gerardo Galván Pinto será el de MORENA.

Mientras tanto, el domingo 5 de junio de 2016, se llevarán a cabo elecciones en 13 estados del país, Aguascalientes, Baja California, Chihuahua, Durango, Hidalgo, Oaxaca, Puebla, Quintana Roo, Sinaloa, Tamaulipas, Tlaxcala, Veracruz y Zacatecas. Cabe destacar que se renovarán 12 gubernaturas (a excepción de Baja California), alrededor de 1,182 cargos de presidentes municipales, y 441 diputados locales, como se aprecia en la siguiente tabla.

Elecciones y cargos en disputa en 2016

Entidad	Gobernador	Ayuntamientos	Diputados locales		
			MR*	RP**	Total
Aguascalientes	X	11	18	9	27
Baja California		5	16	9	25
Chihuahua	X	67	22	11	33
Durango	X	39	17	13	30
Hidalgo	X	84	18	12	30
Oaxaca	X	570	25	17	42
Puebla	X	217	26	15	41
Quintana Roo	X	10	15	10	25
Sinaloa	X	18	24	16	40
Tamaulipas	X	43	22	14	36
Tlaxcala	X	60	19	13	32
Veracruz	X		30	20	50
Zacatecas	X	58	18	12	30
Total	12	1182	270	171	441

Fuente: ciudadania.ife.org.mx

*Mayoría Relativa; **Representación Proporcional

Dichas elecciones serán de suma importancia, ya que al igual que en las pasadas votaciones del 7 de junio (referirse a nuestra nota *“Elecciones intermedias – Cámara de Diputados permanece igual, pero Nuevo León elige a “El Bronco” <aquí>*), podrán ser elegidos candidatos independientes, además de que será relevante analizar tanto la tasa de participación (~46% en las pasadas elecciones intermedias), como las coaliciones de partidos con visión a la estrategia que tomarán rumbo a las elecciones presidenciales de 2018.

Certificación de los Analistas.

Nosotros, Gabriel Casillas Olvera, Delia María Paredes Mier, Alejandro Padilla Santana, Manuel Jiménez Zaldívar, Tania Abdul Massih Jacobo, Alejandro Cervantes Llamas, Katia Celina Goya Ostos, Juan Carlos Alderete Macal, Víctor Hugo Cortes Castro, Marissa Garza Ostos, Marisol Huerta Mondragón, Miguel Alejandro Calvo Domínguez, Juan Carlos García Viejo, Hugo Armando Gómez Solís, Idalia Yanira Céspedes Jaén, José Itzamna Espitia Hernández, Valentín III Mendoza Balderas, Rey Saúl Torres Olivares, Santiago Leal Singer, y María de la Paz Orozco, 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 Ixe 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 Ixe, 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 Ixe, 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.
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
Alejandro Cervantes Llamas	Subdirector Economía Nacional	alejandro.cervantes@banorte.com	(55) 1670 - 2972
Katia Celina Goya Ostos	Subdirector Economía Internacional	katia.goya@banorte.com	(55) 1670 - 1821
Miguel Alejandro Calvo Domínguez	Gerente Economía Regional y Sectorial	miguel.calvo@banorte.com	(55) 1670 - 2220
Juan Carlos García Viejo	Gerente Economía Internacional	juan.garcia.viejo@banorte.com	(55) 1670 - 2252
Rey Saúl Torres Olivares	Analista Economía Nacional	saul.torres@banorte.com	(55) 1670 - 2957
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
Juan Carlos Alderete Macal	Subdirector de Estrategia de Tipo de Cambio	juan.alderete.macal@banorte.com	(55) 1103 - 4046
Santiago Leal Singer	Analista Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	santiago.leal@banorte.com	(55) 1670 - 2144

Análisis Bursátil

Manuel Jiménez Zaldivar	Director Análisis Bursátil	manuel.jimenez@banorte.com	(55) 5268 - 1671
Victor 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
Marisol Huerta Mondragón	Alimentos / Bebidas / Comerciales	marisol.huerta.mondragon@banorte.com	(55) 1670 - 1746
José Itzamna Espitia Hernández	Aeropuertos / Cementos / Fibras / Infraestructura	jose.espitia@banorte.com	(55) 1670 - 2249
Valentín III Mendoza Balderas	Autopartes	valentin.mendoza@banorte.com	(55) 1670 - 2250
María de la Paz Orozco García	Analista	maripaz.orozco@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	Gerente Deuda Corporativa	hugo.gomez@banorte.com	(55) 1670 - 2247
Idalia Yanira Céspedes Jaén	Gerente Deuda Corporativa	idalia.cespedes@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 Velazquez Rodriguez	Director General Adjunto Banca Internacional	ricardo.velazquez@banorte.com	(55) 5268 - 9879
Victor Antonio Roldan Ferrer	Director General Adjunto Banca Empresarial	victor.rolan.ferrer@banorte.com	(55) 5004 - 1454

GRUPO FINANCIERO BANORTE S.A.B. de C.V.

9