

¿Qué tanto nivel de holgura persiste en la economía mexicana?

27 de septiembre 2016

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

Alejandro Cervantes
Economista Senior, México
alejandrocervantes@banorte.com

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

- **Banxico ha expresado en diversas ocasiones que persisten condiciones de holgura en la economía mexicana apoyándose en la brecha del producto, la cual se ha mantenido en terreno negativo**
- **No obstante, la evolución de diversos indicadores económicos sugiere que la apreciación de que prevalecen niveles de holgura en la economía mexicana pudiera ser exagerada. En particular destacamos que:**
 - (1) **La inflación subyacente –excluyendo los precios de las telecomunicaciones– ha mantenido una trayectoria ascendente y se encuentra por encima de la meta objetivo de 3% del banco central**
 - (2) **El acelerado crecimiento de varios indicadores económicos –entre ellos el déficit de cuenta corriente y la mayoría de los indicadores del mercado laboral– sugieren la presencia de mayores presiones inflacionarias hacia delante**
 - (3) **Una estimación alterna de la brecha del producto muestra que el crecimiento económico de nuestro país –medido a través de la demanda– ha sido mayor que su potencial**
- **La conclusión del análisis efectuado es que posiblemente el grado actual de holgura sea inexistente o ya muy reducido, y que en dicho escenario próximamente pudieran resultar más evidentes signos de presiones inflacionarias en la economía mexicana**

¿Qué tanto nivel de holgura persiste en la economía mexicana? En diversas ocasiones durante los últimos años, el Banco de México ha expresado que persisten condiciones de holgura en la economía mexicana, apoyándose –entre otras herramientas– con la brecha del producto, la cual se ha mantenido en terreno negativo. No obstante, la evolución de diversos indicadores económicos durante los últimos trimestres sugiere que la apreciación de que prevalecen niveles de holgura en la economía mexicana pudiera ser exagerada. En este contexto, la inflación subyacente ha mantenido una trayectoria ascendente durante los últimos meses, a pesar del impacto favorable que generó la caída en los precios de las telecomunicaciones. Por su parte, el déficit de cuenta corriente –el cual puede interpretarse como el mayor gasto de una economía respecto a los ingresos que genera–, ya asciende a 3% del PIB, su nivel más alto desde la crisis económica de 1994. Asimismo, la tasa de desocupación actualmente se encuentra alrededor de los niveles alcanzados antes de la crisis económica de 2008. De la misma manera, la mayoría de los indicadores asociados al consumo privado –tales como las remesas familiares y las ventas minoristas–, han alcanzado un crecimiento muy superior al promedio de la economía mexicana.

Documento destinado al público en general

En este marco de referencia, cabe señalar que varios miembros de la Junta de Gobierno del Banco de México también han manifestado cierta inquietud respecto a este tema. En particular, las minutas de la última reunión de política monetaria (11 de agosto) muestran que: “...*algunos [miembros] expresaron preocupaciones relacionadas con la incertidumbre que existe para evaluar el nivel de holgura en la economía mexicana. Uno de ellos mencionó que esta es una preocupación que ha tenido ya por mucho tiempo. El otro miembro profundizó acerca de las fuentes de dicha incertidumbre. Explicó, en primer lugar, que además de contar con posibles errores de medición del PIB potencial, las señales de holgura proporcionadas por diferentes mercados de insumos, incluyendo el laboral, tales como la reducida tasa de desempleo, así como la reciente tendencia de los costos unitarios de la mano de obra, no son actualmente claras, por lo que manifestó dudas respecto al grado de holgura que efectivamente prevalece en la economía.*”¹

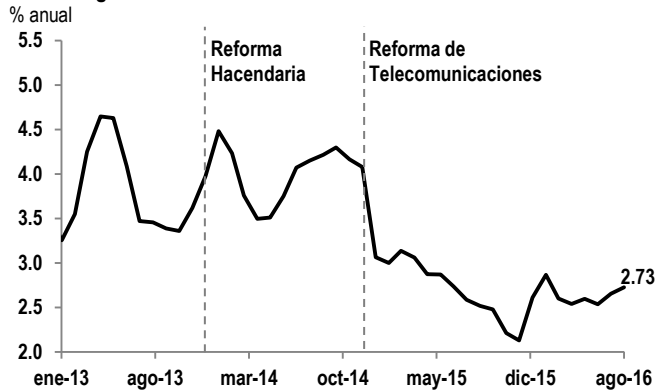
En este ensayo se analiza la evolución de distintos indicadores económicos y se concluye que las condiciones de holgura –a las que ha aludido el banco central– podrían estar sobreestimadas. Primero se evalúa el comportamiento reciente del índice de precios subyacente excluyendo el impacto positivo que generó la reforma en materia de telecomunicaciones. Luego se examina una canasta de indicadores económicos que sugieren la presencia de mayores presiones inflacionarias generadas por el crecimiento que ha presentado la demanda interna. Por último, se presenta una estimación alterna de la brecha del producto, misma que muestra que el crecimiento económico de nuestro país –medido a través de la demanda– ha sido mayor que su potencial.

La inflación subyacente mantiene una trayectoria ascendente. En los últimos dos años, el Banco de México ha logrado su objetivo de mantener la estabilidad de precios. De hecho, al cierre del 2015, la inflación general alcanzó su mínimo histórico de 2.13% anual y se ha mantenido por debajo de la meta objetivo de Banxico de 3% durante el presente año. Asimismo, la inflación subyacente ha oscilado alrededor de esta meta. Ahora bien, la baja inflación actual ha sido consecuencia de la contribución negativa de varios componentes importantes y no sólo de la política monetaria responsable del Banco de México.

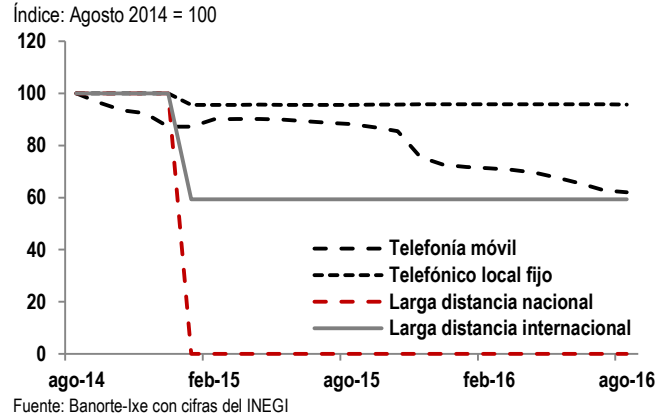
El comportamiento favorable de la inflación –particularmente del índice subyacente– a principios del 2015 se explicó parcialmente por el efecto base de la reforma hacendaria, que distorsionó el comportamiento de los precios en 2014. Sin embargo, la trayectoria descendente de la inflación también fue favorecida por la entrada en vigor de la reforma en materia de telecomunicaciones. Dicha reforma, eliminó las tarifas de larga distancia a partir de enero de 2015 y redujo de manera significativa los precios de estos servicios al propiciar una mayor competencia entre los participantes del mercado (referirse a las siguientes gráficas).

¹ Banco de México (2016), “Minuta Número 45”, pp.15.

Inflación general

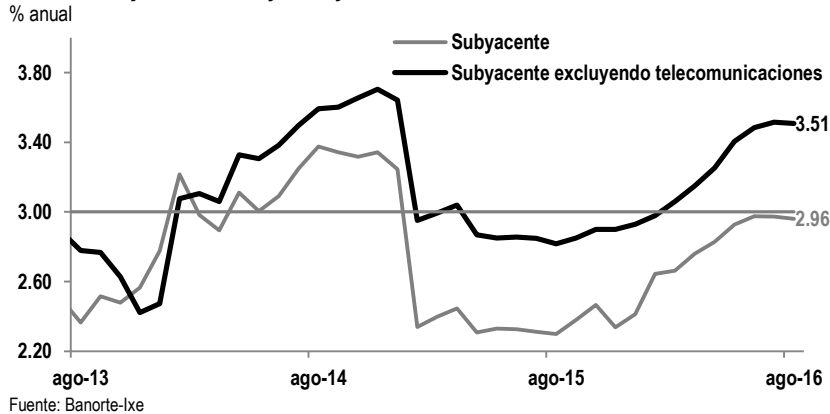


Precios de telecomunicaciones



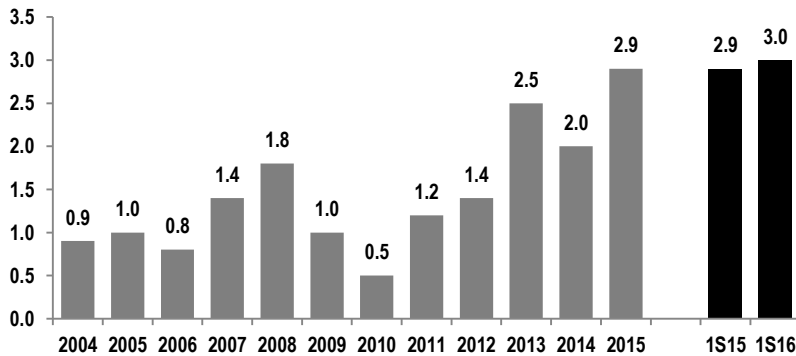
La inflación subyacente se ha mantenido por debajo de 3% en los primeros siete meses del año, pero el índice subyacente –excluyendo los precios de los servicios de telecomunicación– ha mostrado una trayectoria ascendente y actualmente se ubica en 3.5% (referirse a la siguiente gráfica). De hecho, analizando el reciente comportamiento del índice de precios de las telecomunicaciones, es probable que el efecto positivo de esta reforma sobre los precios se haya disipado. Ello podría implicar que hacia delante la vulnerabilidad de la inflación subyacente a la depreciación de la divisa mexicana podría acentuarse.

Inflación subyacente: Total y excluyendo telecomunicaciones



Mayores presiones inflacionarias generadas por la demanda interna. La actividad económica creció sólo 2.5% en 2015 y probablemente crecerá alrededor de 2.3% en 2016. No obstante, hay varios indicadores económicos que muestran que la demanda interna ha presentado un mayor dinamismo que la producción de la economía. Sobresale que el déficit de cuenta corriente –medido como proporción del PIB– ya ha alcanzado su nivel más alto desde la crisis económica de 1994 (referirse a la siguiente gráfica).

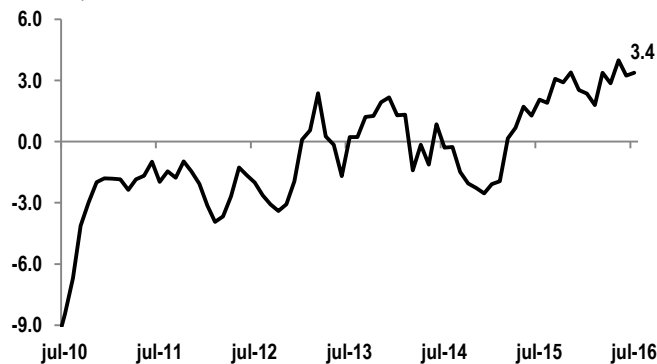
Déficit de cuenta corriente
% del PIB



Fuente: Banco de México

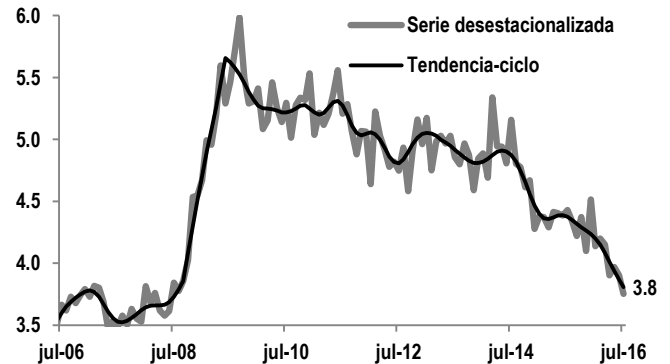
Por su parte, actualmente la tasa de desempleo se ubica alrededor de los niveles alcanzados antes de la crisis económica de 2008, mientras que los costos unitarios de la mano de obra del sector manufacturero han mantenido una trayectoria ascendente (referirse a las siguientes gráficas). También destaca que, la masa salarial de la economía formal ha promediado un crecimiento de 4.8% durante los primeros ocho meses del 2016, mientras que las ventas minoristas mostraron un avance a tasa anual de 8.4% en el mismo periodo.

Costos unitarios de la mano de obra del sector manufacturero
% anual, promedio móvil de 3 meses



Fuente: Banorte-Ixe con cifras del INEGI

Tasa de desempleo
% de la PEA



Fuente: Banorte-Ixe

Cabe recordar que el déficit de cuenta corriente puede visualizarse como una medición de un mayor gasto en una economía con respecto a los ingresos que genera. Si consideramos la trayectoria ascendente que ha mantenido dicho déficit aunado al mayor crecimiento relativo que han presentado la mayoría de los indicadores relacionados con el gasto interno respecto al crecimiento de la economía en su conjunto, es muy probable que ello eventualmente pudiera conducir a mayores presiones inflacionarias.

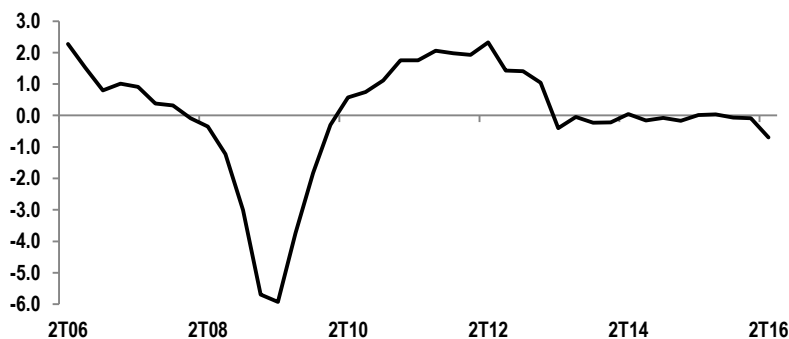
Brecha del producto: Una estimación alterna. En distintos países –incluyendo México–, la brecha entre el producto actual y el potencial es un indicador ampliamente utilizado por los economistas y por los responsables de política económica. La importancia de este indicador radica en que no sólo mide el desempeño actual de la economía, sino también indica qué tan cerca se encuentra de alcanzar su crecimiento potencial.

En el caso particular del banco central, la estimación de la brecha del producto es importante para evaluar la posibilidad de que surjan presiones inflacionarias hacia delante. Por ejemplo, si el producto interno está creciendo por encima de su potencial, Banxico debería de adoptar una postura monetaria restrictiva para poder evitar un sobrecalentamiento de la economía mexicana. En el caso contrario, si el desempeño económico se encuentra por debajo de su nivel potencial, el banco central tiene margen para adoptar una postura monetaria más laxa que permitiría mantener el objetivo de inflación y un mayor ritmo de crecimiento de la actividad económica.

En esta nota se calcula el PIB potencial aplicando el filtro Hodrick-Prescott (HP) a la serie del PIB –medido por la producción u oferta²– utilizando el método de corrección de colas propuesto por St-Amant y van Norden (1997). Por su parte, para el parámetro de suavización λ utilizamos un valor equivalente a 1096, de acuerdo con la metodología propuesta por Marcet y Ravn (2004). Para estimar la brecha del producto, utilizamos el potencial estimado anteriormente y lo comparamos con el PIB medido por la oferta (ajustada por estacionalidad). Los resultados correspondientes se presentan en la siguiente gráfica, donde se puede apreciar que el crecimiento de la economía mexicana se encuentra por debajo de su potencial. Esta estimación podría sugerir que la política monetaria actual de Banxico es congruente con las condiciones de holgura que persisten en la economía mexicana.

Brecha del Producto: PIB oferta

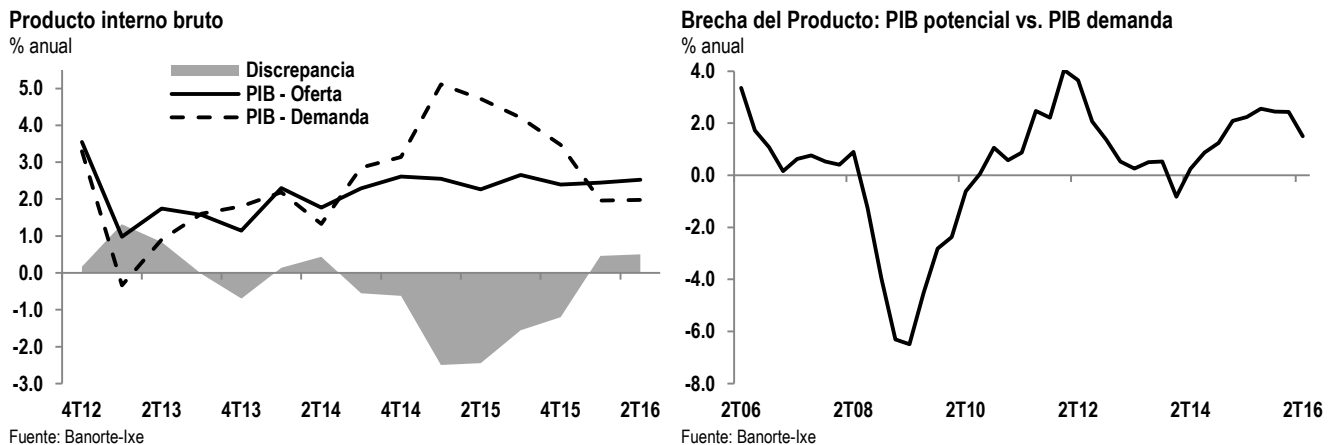
% anual



Fuente: Banorte-ixe

² PIB oferta = Actividades primarias + Producción Industrial + Servicios + Impuesto neto a los productos; ajustada por estacionalidad

No obstante, a pesar de que la brecha del producto es negativa, los indicadores analizados anteriormente sugieren que las condiciones de holgura que persisten en la economía mexicana son significativamente menores. Por ello, llevamos a cabo un segundo ejercicio donde se calcula la brecha del producto utilizando el PIB potencial estimado anteriormente y lo comparamos con el PIB medido por el lado de la demanda³. Si consideramos que la brecha del producto tiende a asociarse con perturbaciones de demanda (*Informe sobre la Inflación Abril – Junio 2009*), la estimación de la brecha del producto utilizando esta medición del PIB arroja un mejor diagnóstico de las condiciones de holgura que persisten en la economía mexicana. Adicionalmente, cabe destacar que históricamente el crecimiento de ambas mediciones del PIB (oferta y demanda) había sido similar. Sin embargo a partir de 2014 se ha observado una fuerte divergencia entre ambas series. De hecho, el crecimiento del PIB a través de la medición por la demanda ha sido significativamente mayor que por el lado de la oferta (referirse a la siguiente gráfica de la izquierda).



Como se puede apreciar en la gráfica superior derecha, utilizando la metodología descrita anteriormente la brecha del producto no sólo fue positiva durante el primer semestre del 2016, sino que permaneció positiva a lo largo de los últimos dos años. De hecho, esta brecha del producto es congruente con la reciente trayectoria de la inflación subyacente (excluyendo telecomunicaciones) y con la evolución tanto del déficit de cuenta corriente como de los indicadores macroeconómicos analizados en la sección anterior.

No obstante, a pesar de que la brecha del producto se ha mantenido positiva, su amplitud se redujo en el segundo trimestre del año, como resultado de la contracción de 2% trimestral anualizada que presentó la actividad económica medida por el lado de la demanda (cifras ajustadas por estacionalidad). En este aspecto, cabe destacar que las series ajustadas por estacionalidad de este año –particularmente las cifras del segundo trimestre– han mostrado un sesgo a la baja como resultado de factores estacionales atípicos.

³ PIB_{demanda} = Consumo + Inversión privada + Gasto público + Inventarios + Exportaciones netas de bienes y servicios no factoriales; cifras ajustadas por estacionalidad

De hecho, en las minutas de la última reunión de política monetaria, un miembro de la Junta de Gobierno alude a este último punto comentando que: “[...] la información disponible es insuficiente para evaluar con precisión en qué medida la evolución reciente del PIB responde a factores de naturaleza estadística o a un debilitamiento de la actividad. En particular, explicó que las cifras del crecimiento en el segundo trimestre se vieron afectadas por factores de naturaleza estacional difíciles de corregir.”⁴ Por lo anterior, es probable que las series ajustadas por estacionalidad del tercer trimestre del año muestren que la brecha del producto continúa en terreno positivo.

Consideraciones finales. En esta nota se analizó el nivel de holgura que actualmente presenta la economía mexicana, variable que es importante para la conducción de la política monetaria. Dicho análisis se llevó a cabo utilizando métodos estadísticos y revisando la evolución reciente de diversos indicadores de demanda y de gasto interno. La conclusión del análisis efectuado es que posiblemente el grado actual de holgura sea inexistente o ya muy reducido, y que en dicho escenario próximamente pudieran resultar más evidentes signos de presiones inflacionarias en la economía mexicana. Si bien, continuamos esperando que la inflación cierre el año alrededor de 3%, es probable las mayores presiones inflacionarias las veamos reflejadas tan pronto como el primer trimestre del próximo año.

Referencias bibliográficas:

Banco de México (2009), “*Informe sobre la Inflación, Abril-Junio 2009*”, pp.74.

Banco de México (2016), “*Minuta Número 45*”, pp.15-16.

Hodrick, Robert J. y Edward C. Prescott (1997), “Post-War U.S. Business Cycles: An Empirical Investigation”, *Journal of Money, Credit and Banking*, 29(1), pp. 1-16.

Marcet, Albert y Morten O. Ravn (2004), “The H-P Filter in Cross Country Comparisons”, *CEPR Discussion Paper*, 4244.

St. Amant, Pierre y Simon van Norden, (1997), “*Measurement of the Out-put Gap: A Discussion of Recent Research at the Bank of Canada*”, Technical Report, 79, Bank of Canada

⁴ Banco de México (2016), “*Minuta Número 45*”, pp.16.

Certificación de los Analistas.

Nosotros, Gabriel Casillas Olivera, 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, Santiago Leal Singer, 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 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	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
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
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, CFA	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
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
Marisol Huerta Mondragón	Alimentos / Bebidas / Comercio Especializado	marisol.huerta.mondragon@banorte.com	(55) 1670 - 1746
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
Eugenia Ivonne Arias Medina	Analista	eugenia.arias.medina@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.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