

## Minutas Banxico – Debatendo sobre la postura relativa con el Fed y el nivel de la tasa terminal

- Banxico publicó las minutas de la decisión del 10 de noviembre, en la cual aumentaron la tasa de referencia en 75pb a 10.00%, con un voto disidente del Subgobernador Gerardo Esquivel
- En nuestra opinión, el documento refrenda el tono menos *hawkish* que percibimos en el comunicado, reconociendo una ligera mejoría en el entorno inflacionario, aunque con riesgos persistiendo
- El debate se enfocó en la importancia de la postura monetaria relativa –y sus implicaciones para desacoplarse del Fed– así como el posible nivel de la tasa terminal. En específico, destacamos:
  - (1) La valoración de las acciones de política monetaria local respecto a las acciones del Fed y las razones detrás de dichos movimientos;
  - (2) Un mayor debate sobre las implicaciones sobre el nivel terminal del ciclo y el horizonte hacia delante una vez que se haya alcanzado; y
  - (3) La magnitud del siguiente movimiento y los factores que la definirán
- Todos los miembros están de acuerdo en que la postura actual ya se encuentra en terreno restrictivo y que las alzas deben continuar. Sin embargo, existe cierta divergencia sobre el camino
- Tomando en cuenta nuestra expectativa para el Fed y la dinámica de la inflación, seguimos esperando +50pb en diciembre, con la tasa al cierre del año en 10.50% y un nivel terminal de 11.00% al final del 1T23
- Nula reacción del mercado local a las minutas

**Minutas de Banxico refrendando un tono menos *hawkish*.** En nuestra opinión, el documento cuenta con información muy relevante sobre la visión de los miembros de la Junta de Gobierno respecto a los factores que determinarán sus próximas decisiones y el posible nivel terminal para la tasa de referencia. De manera general, pensamos que el documento valida nuestra visión del tono menos *hawkish* del [último comunicado](#). Dentro de los puntos más relevantes, destacamos la discusión en tres frentes: (1) Los movimientos de Banxico relativo a los del Fed y sus posibles implicaciones; (2) los comentarios en torno al nivel terminal de la tasa y las acciones a tomar una vez que se alcance; y (3) la magnitud del siguiente movimiento. Además, la discusión sobre la inflación se centró en la subyacente y los riesgos relacionados a esta. Mientras tanto, la justificación del Subgobernador Esquivel respecto a su voto disidente sugiere que podría seguir siendo así en el futuro cercano, además de ayudar a identificar los comentarios del resto de los miembros. Considerando estos puntos, creemos que existe consenso de que el apretamiento debe continuar. Esto es consistente con nuestra visión de un alza adicional de +50pb en diciembre, llevando la tasa de referencia al cierre del año a 10.50%. Tras esto, esperamos dos incrementos de 25pb cada uno en febrero y marzo, llevando la tasa al 11.00%, que estimamos como nivel terminal. Nuestro estimado se basa en movimientos idénticos anticipados por el Fed –con los costos de desligarse siendo aún elevados en el frente de estabilidad financiera–, y un panorama todavía complejo para la inflación subyacente, [a pesar de una revisión a la baja en nuestro estimado para el cierre de este año](#).

24 de noviembre 2022

www.banorte.com  
@analisis\_fundam

Alejandro Padilla  
Director General Adjunto de Análisis Económico y Financiero  
alejandro.padilla@banorte.com

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

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

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

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

Estrategia de Renta fija y FX

Manuel Jiménez  
Director de Estrategia de Mercados  
manuel.jimenez@banorte.com

Leslie Orozco  
Subdirector de Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio  
leslie.orozco.velez@banorte.com

Isaías Rodríguez  
Gerente de Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio  
isaias.rodriguez.sobрино@banorte.com

### Decisiones de política monetaria de Banxico en 2022

| Fecha                            | Decisión |
|----------------------------------|----------|
| <a href="#">10 de febrero</a>    | +50pb    |
| <a href="#">24 de marzo</a>      | +50pb    |
| <a href="#">12 de mayo</a>       | +50pb    |
| <a href="#">23 de junio</a>      | +75pb    |
| <a href="#">11 de agosto</a>     | +75pb    |
| <a href="#">29 de septiembre</a> | +75pb    |
| <a href="#">10 de noviembre</a>  | +75pb    |
| 15 de diciembre                  | --       |

Fuente: Banxico

Ganadores del premio a los mejores pronosticadores económicos de México en 2021, otorgado por *Refinitiv*



Documento destinado al público en general

**Discusión sobre las acciones más pertinentes tomando en cuenta el ciclo restrictivo del Fed.** Creemos que las opiniones no cambiaron de manera drástica relativo a las [minutas previas](#), inclusive en el caso del voto disidente. Un punto donde identificamos un renovado interés fue en cómo se han dado –y se podrían dar– los ajustes en el frente local respecto a las decisiones del Fed. El comentario más claro es de Esquivel, argumentando que es deseable desligarse de la autoridad monetaria estadounidense ante un entorno relativamente favorable. Sobre el resto, el consenso es que la decisión de seguir al Fed no es mecánica, sino que obedece a distintos factores. Uno que destaca es que el ciclo inflacionario está sincronizado entre ambos países. A pesar de esto, se observan otras diferencias. En nuestra opinión, Heath parecería mostrar mayor aversión a desligarse, hablando de un diferencial específico de 600pb (nivel actual) y de que esto no podría materializarse sino hasta que la dinámica inflacionaria diverja y/o contemos con más información sobre el punto terminal del Fed. Del lado más moderado, Rodríguez y Borja hablan de que las condiciones hasta ahora han hecho que los ajustes se hagan en paralelo, pero que se toman en cuenta factores adicionales. Relacionado a esto, presentamos una tabla a continuación con nuestra valoración sobre los principales comentarios de cada uno:

Valoración de Banorte sobre los comentarios de la Junta de Gobierno en las minutas del 10 de noviembre

| Sesgo  | Miembro            | Orden en la minuta | Comentarios relevantes  |
|--|--------------------|--------------------|---|
| <br>Hawkish | Irene Espinosa     | 2                  | <i>"...la tasa de referencia continuará aumentando y que la magnitud de los incrementos se definirá con base en la información disponible..."</i><br><i>"...será necesario mantener una postura monetaria restrictiva durante el horizonte de planeación..."</i><br><i>"...no será posible relajar las condiciones hasta que no se observe una clara trayectoria descendente y sostenida de la inflación..."</i>  |
|  | Jonathan Heath     | 4                  | <i>"...debe mantenerse un diferencial de tasas respecto de Estados Unidos de al menos 600 puntos base..."</i><br><i>"...Comentó que un nivel de 6% o mayor para esta tasa (real ex-ante) sería deseable como nivel terminal..."</i><br><i>"...aún no se ha llegado al fin del ciclo alcista, aunque existe la posibilidad de reducir el ritmo de ajuste..."</i>   |
|  | Galia Borja        | 1                  | <i>"...sin que ello implique que el Banco de México siga de manera mecánica a la Reserva Federal..."</i><br><i>"...consideró importante llevar la tasa de referencia a un nivel más alto con la finalidad de mantener el anclaje de las expectativas de inflación..."</i><br><i>"...la magnitud de los próximos ajustes [...] tomando en cuenta los incrementos ya implementados en este ciclo alcista, y que la postura monetaria ya se encuentra en terreno restrictivo..."</i>   |
|  | Victoria Rodríguez | 5                  | <i>"...la sincronización de los ciclos monetarios entre México y Estados Unidos es condicional al tipo de choques que se enfrentan, por lo que no es mecánica..."</i><br><i>"...en lugar de dar una orientación específica sobre el nivel terminal de la tasa, se debe consolidar una postura monetaria consistente con un descenso de las presiones inflacionarias..."</i><br><i>"...Respecto de las decisiones de política monetaria futuras, sostuvo que, ante la elevada incertidumbre asociada a los choques inflacionarios, se debe mantener la flexibilidad necesaria en cada decisión, ..."</i> |
|  | Gerardo Esquivel   | 3                  | <i>"...Es importante señalar que el aumento propuesto implicaría desligarse de la Reserva Federal y reducir el diferencial de tasas con Estados Unidos..."</i><br><i>"...Considero necesario comenzar a reducir el ritmo de alzas. Esto señalaría que estamos acercándonos a la tasa terminal del ciclo..."</i><br><i>"...de alcanzarse una tasa real ex-ante en un intervalo de entre 5 y 5.5%, esta se situaría muy por encima de la tasa neutral estimada..."</i>  |
| Dovish   |                    |                    |   |

Fuente: Banorte con información de Banxico

**Aún sin definición sobre el nivel terminal, aunque con un creciente debate.** Tuvimos tres comentarios específicos sobre la tasa terminal, uno más que la vez pasada. Creemos que Heath se tornó más *hawkish*, indicando que sería deseable que dicha referencia se ubique en 6% o más (con el comentario previo siendo “alrededor de 6%”). Por el contrario, Esquivel se refrenda como el más *dovish*, argumentando que un nivel entre 5% y 5.5% podría tener efectos adversos sobre el consumo, la inversión y el crédito. La Gobernadora Rodríguez probablemente declaró que, en vez de dar una orientación específica sobre el nivel, se debe de consolidar una postura consistente con menores presiones inflacionarias.

Para poner en contexto estos números, la tasa real ex-ante actual con base en las expectativas de 12 meses en la encuesta Banxico (en 5.46%) se ubica en 4.30%. Asumiendo que esta expectativa permanece constante en los próximos meses, para llegar al rango estimado por Esquivel necesitaríamos entre +70pb y +120pb más de alzas de la tasa nominal; para alcanzar la expectativa de Heath, serían necesarios +170pb (Banorte: +100pb). Algo que parece estar más claro es que será necesario que la tasa se mantenga elevada en el horizonte del pronóstico, con Heath y Espinosa más enfáticos en este punto. Finalmente, respecto a la magnitud del ajuste en la siguiente decisión, Borja, Espinosa y Rodríguez afirman que dependerá de las circunstancias prevaletentes, mientras que Heath argumentó explícitamente que el ritmo de ajuste podría reducirse.

**Se mantiene la preocupación sobre la trayectoria de la inflación, con énfasis en la subyacente.** Los miembros estuvieron de acuerdo en que la moderación de los últimos cuatro datos quincenales de la inflación general anual (hasta ese momento, ahora siendo cinco) no desdibuja la persistencia de presiones en el componente subyacente. Por lo tanto, la mayoría enfocó su discusión en el comportamiento y la trayectoria esperada de esta última. Destacaron que las presiones actuales provienen de una mayor movilidad, mayores costos de operación y de las presiones existentes en las mercancías alimenticias que estarían generando incrementos de segundo orden en servicios relacionados. Sobre las expectativas, puntualizaron que aquellas relacionadas a la subyacente siguen al alza, tanto en el corto como en el mediano plazo. A esto se suma que el balance de riesgos para la trayectoria prevista de la inflación continúa sesgado al alza. Al respecto se destacan dos premisas: (1) Las presiones siguen enfocadas en el rubro subyacente; y (2) podrían observarse mayores presiones por incrementos de costos asociados a las condiciones de contratación o revisiones salariales.

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

**Nula reacción del mercado local a las minutas.** Las tasas locales se mantuvieron sin cambios tras las minutas. Vale la pena señalar que el mercado de EE.UU. está cerrado hoy por el Día de Acción de Gracias, por lo que el volumen de operación es bastante bajo. En este entorno, tanto la curva de Bonos M como la de *swaps* de TIIIE-28 cotizan con muy pocos cambios respecto al cierre previo. En nuestra opinión, el documento no otorgó información relevante para modificar la expectativa del mercado sobre la política monetaria en los próximos meses. En este contexto, la curva de *swaps* incorpora alzas implícitas que llevarían la tasa a 10.92%, con una fuerte convicción por una moderación en el ritmo en diciembre (+59pb). Este escenario es muy cercano a nuestro estimado de 11.00% al cierre del 1T23. Más tarde, sigue descontando un desacoplamiento entre México y EE.UU. en un eventual inicio del ciclo de recortes, con ajustes acumulados en 2S23 de -180pb y -40pb, respectivamente. Ante la inusual volatilidad en los bonos y la forma de la curva, reafirmamos nuestra preferencia por estrategias de valor relativo. Sin embargo, los Bonos M de largo plazo aún tienen espacio para ganancias a pesar del *rally* de 80pb en lo que va de noviembre. Continuamos destacando los plazos Nov'38 y Nov'42.

En el cambiario, el dólar extiende las pérdidas de las dos sesiones previas, asimilando las minutas del Fed que señalaron un ritmo de ajuste monetario menos agresivo. Los índices DXY y BBDXY pierden 0.2% y 0.3%, respectivamente. El peso mexicano se mantiene prácticamente sin cambios en 19.36 por dólar, perfilando un cierre semanal positivo de 0.4%. Consideramos que el espacio para una apreciación adicional cada vez es más limitado. A pesar de su reciente caída, creemos que el USD se beneficiará de la mayor probabilidad de una recesión en 2023. Bajo esta coyuntura, sugerimos la compra de USD/MXN en los niveles actuales para operaciones tácticas.

## Certificación de los Analistas

### Certificación de los Analistas.

Nosotros, Alejandro Padilla Santana, Juan Carlos Alderete Macal, Alejandro Cervantes Llamas, Manuel Jiménez Zaldívar, Marissa Garza Ostos, Katia Celina Goya Ostos, Francisco José Flores Serrano, José Luis García Casales, Víctor Hugo Cortes Castro, José Itzamna Espitia Hernández, Carlos Hernández García, Leslie Thalía Orozco Vélez, Hugo Armando Gómez Solís, Yazmín Selene Pérez Enríquez, Cintia Gisela Nava Roa, Miguel Alejandro Calvo Domínguez, Daniela Olea Suárez, José De Jesús Ramírez Martínez, Gerardo Daniel Valle Trujillo, Luis Leopoldo López Salinas, Isaías Rodríguez Sobrino, Paola Soto Leal, Daniel Sebastián Sosa Aguilar y Salvador Austria Valencia certificamos que los puntos de vista que se expresan en este documento son reflejo fiel de nuestra opinión personal sobre la(s) compañía(s) o empresa(s) objeto de este reporte, de sus afiliadas y/o de los valores que ha emitido. Asimismo, declaramos que no hemos recibido, no recibimos, ni recibiremos compensación distinta a la de Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. por la prestación de nuestros servicios.

### Declaraciones relevantes.

Conforme a las leyes vigentes y los manuales internos de procedimientos, los Analistas tienen permitido mantener posiciones largas o cortas en acciones o valores emitidos por empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores y que pueden ser el objeto del presente reporte, sin embargo, los Analistas Bursátiles tienen que observar ciertas reglas que regulan su participación en el mercado con el fin de prevenir, entre otras cosas, la utilización de información privada en su beneficio y evitar conflictos de interés. Los Analistas se abstendrán de invertir y de celebrar operaciones con valores o instrumentos derivados directa o a través de interpósita persona, con Valores objeto del Reporte de análisis, desde 30 días naturales anteriores a la fecha de emisión del Reporte de que se trate, y hasta 10 días naturales posteriores a su fecha de distribución.

### Remuneración de los Analistas.

La remuneración de los Analistas se basa en actividades y servicios que van dirigidos a beneficiar a los clientes inversionistas de Casa de Bolsa Banorte y de sus filiales. Dicha remuneración se determina con base en la rentabilidad general de la Casa de Bolsa y del Grupo Financiero y en el desempeño individual de los Analistas. Sin embargo, los inversionistas deberán advertir que los Analistas no reciben pago directo o compensación por transacción específica alguna en banca de inversión o en las demás áreas de negocio. Actividades de las áreas de negocio durante los últimos doce meses.

### Actividades de las áreas de negocio durante los últimos doce meses.

Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V., a través de sus áreas de negocio, brindan servicios que incluyen, entre otros, los correspondientes a banca de inversión y banca corporativa, a un gran número de empresas en México y en el extranjero. Es posible que hayan prestado, estén prestando o en el futuro brinden algún servicio como los mencionados a las compañías o empresas objeto de este reporte. Casa de Bolsa Banorte o sus filiales reciben una remuneración por parte de dichas corporaciones en contraprestación de los servicios antes mencionados.

En el transcurso de los últimos doce meses, Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V., no ha obtenido compensaciones por los servicios prestados por parte de la banca de inversión o por alguna de sus otras áreas de negocio de las siguientes empresas o sus filiales, alguna de las cuales podría ser objeto de análisis en el presente reporte.

### Actividades de las áreas de negocio durante los próximos tres meses.

Casa de Bolsa Banorte, Grupo Financiero Banorte o sus filiales esperan recibir o pretenden obtener ingresos por los servicios que presta banca de inversión o de cualquier otra de sus áreas de negocio, por parte de compañías emisoras o sus filiales, alguna de las cuales podría ser objeto de análisis en el presente reporte.

### Tenencia de valores y otras revelaciones.

Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. no mantiene inversiones, al cierre del último trimestre, directa o indirectamente, en valores o instrumentos financieros derivados, cuyo subyacente sean valores, objeto de recomendaciones, que representen el 1% o más de su cartera de inversión de los valores en circulación o el 1% de la emisión o subyacente de los valores emitidos.

Ninguno de los miembros del Consejo, directores generales y directivos del nivel inmediato inferior a éste de Casa de Bolsa Banorte, Grupo Financiero Banorte, funge con algún cargo en las emisoras que pueden ser objeto de análisis en el presente documento.

Los Analistas de Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. no mantienen inversiones directas o a través de interpósita persona, en los valores o instrumentos derivados objeto del reporte de análisis.

### Guía para las recomendaciones de inversión.

|          | Referencia   |
|----------|--|
| COMPRA   | Cuando el rendimiento esperado de la acción sea mayor al rendimiento estimado del IPC.   |
| MANTENER | Cuando el rendimiento esperado de la acción sea similar al rendimiento estimado del IPC. |
| VENTA    | Cuando el rendimiento esperado de la acción sea menor al rendimiento estimado del IPC.   |

Aunque este documento ofrece un criterio general de inversión, exhortamos al lector a que busque asesorarse con sus propios Consultores o Asesores Financieros, con el fin de considerar si algún valor de los mencionados en el presente reporte se ajusta a sus metas de inversión, perfil de riesgo y posición financiera.

### Determinación de precios objetivo

Para el cálculo de los precios objetivo estimado para los valores, los analistas utilizan una combinación de metodologías generalmente aceptadas entre los analistas financieros, incluyendo de manera enunciativa, más no limitativa, el análisis de múltiplos, flujos descontados, suma de las partes o cualquier otro método que pudiese ser aplicable en cada caso específico conforme a la regulación vigente. No se puede dar garantía alguna de que se vayan a lograr los precios objetivo calculados para los valores por los analistas de Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V., ya que esto depende de una gran cantidad de diversos factores endógenos y exógenos que afectan el desempeño de la empresa emisora, el entorno en el que se desempeña e influyen en las tendencias del mercado de valores en el que cotiza. Es más, el inversionista debe considerar que el precio de los valores o instrumentos puede fluctuar en contra de su interés y ocasionarle la pérdida parcial y hasta total del capital invertido.

La información contenida en el presente reporte ha sido obtenida de fuentes que consideramos como fidedignas, pero no hacemos declaración alguna respecto de su precisión o integridad. La información, estimaciones y recomendaciones que se incluyen en este documento son vigentes a la fecha de su emisión, pero están sujetas a modificaciones y cambios sin previo aviso; Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. no se compromete a comunicar los cambios y tampoco a mantener actualizado el contenido de este documento. Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. no acepta responsabilidad alguna por cualquier pérdida que se derive del uso de este reporte o de su contenido. Este documento no podrá ser fotocopiado, citado, divulgado, utilizado, ni reproducido total o parcialmente sin previa autorización escrita por parte de, Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V.

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

| <b>Dirección General Adjunta de Análisis Económico y Financiero</b> |  |  |                         |
|---|--|--|-------------------------|
| Alejandro Padilla Santana   | Director General Adjunto de Análisis Económico y Financiero                  | alejandro.padilla@banorte.com              | (55) 1103 - 4043        |
| Raquel Vázquez Godínez  | Asistente DGA AEyF   | raquel.vazquez@banorte.com                 | (55) 1670 - 2967        |
| Itzel Martínez Rojas  | Gerente  | itzel.martinez.rojas@banorte.com           | (55) 1670 - 2251        |
| Lourdes Calvo Fernández   | Analista (Edición)   | lourdes.calvo@banorte.com                  | (55) 1103 - 4000 x 2611 |
| María Fernanda Vargas Santoyo                                       | Analista   | maria.vargas.santoyo@banorte.com           | (55) 1103 - 4000        |
| <b>Análisis Económico</b>   |  |  |                         |
| Juan Carlos Alderete Macal, CFA                                     | Director Ejecutivo de Análisis Económico y Estrategia Financiera de Mercados | juan.alderete.macal@banorte.com            | (55) 1103 - 4046        |
| Francisco José Flores Serrano                                       | Director Economía Nacional   | francisco.flores.serrano@banorte.com       | (55) 1670 - 2957        |
| Katlia Celina Goya Ostos  | Director Economía Internacional  | katlia.goya@banorte.com                    | (55) 1670 - 1821        |
| Yazmín Selene Pérez Enríquez  | Subdirector Economía Nacional  | yazmin.perez.enriquez@banorte.com          | (55) 5268 - 1694        |
| Cintia Gisela Nava Roa  | Subdirector Economía Nacional  | cintia.nava.roa@banorte.com                | (55) 1103 - 4000        |
| Luis Leopoldo López Salinas   | Gerente Economía Internacional   | luis.lopez.salinas@banorte.com             | (55) 1103 - 4000 x 2707 |
| <b>Estrategia de Mercados</b>                                       |  |  |                         |
| Manuel Jiménez Zaldívar   | Director Estrategia de Mercados  | manuel.jimenez@banorte.com                 | (55) 5268 - 1671        |
| <b>Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio</b>                    |  |  |                         |
| Leslie Thalia Orozco Vélez  | Subdirector Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio                        | leslie.orozco.velez@banorte.com            | (55) 5268 - 1698        |
| Isaias Rodríguez Sobrino  | Gerente de Renta Fija, Tipo de Cambio y Commodities                          | isaias.rodriguez.sobrino@banorte.com       | (55) 1670 - 2144        |
| <b>Análisis Bursátil</b>  |  |  |                         |
| Marissa Garza Ostos   | Director Análisis Bursátil   | marissa.garza@banorte.com                  | (55) 1670 - 1719        |
| José Itzamna Espitia Hernández                                      | Subdirector Análisis Bursátil  | jose.espitia@banorte.com                   | (55) 1670 - 2249        |
| Carlos Hernández García   | Subdirector Análisis Bursátil  | carlos.hernandez.garcia@banorte.com        | (55) 1670 - 2250        |
| Víctor Hugo Cortes Castro   | Subdirector Análisis Técnico   | victorh.cortes@banorte.com                 | (55) 1670 - 1800        |
| Paola Soto Leal   | Analista Sectorial Análisis Bursátil   | paola.soto.leal@banorte.com                | (55) 1103 - 4000 x 1746 |
| <b>Análisis Deuda Corporativa</b>                                   |  |  |                         |
| Hugo Armando Gómez Solís  | Subdirector Deuda Corporativa  | hugo.gomez@banorte.com                     | (55) 1670 - 2247        |
| Gerardo Daniel Valle Trujillo                                       | Gerente Deuda Corporativa  | gerardo.valle.trujillo@banorte.com         | (55) 1670 - 2248        |
| <b>Análisis Cuantitativo</b>  |  |  |                         |
| Alejandro Cervantes Llamas  | Director Ejecutivo de Análisis Cuantitativo                                  | alejandro.cervantes@banorte.com            | (55) 1670 - 2972        |
| José Luis García Casales  | Director Análisis Cuantitativo   | jose.garcia.casales@banorte.com            | (55) 8510 - 4608        |
| Daniela Olea Suárez   | Subdirector Análisis Cuantitativo  | daniela.olea.suarez@banorte.com            | (55) 1103 - 4000        |
| Miguel Alejandro Calvo Domínguez                                    | Subdirector Análisis Cuantitativo  | miguel.calvo@banorte.com                   | (55) 1670 - 2220        |
| José De Jesús Ramírez Martínez                                      | Subdirector Análisis Cuantitativo  | jose.ramirez.martinez@banorte.com          | (55) 1103 - 4000        |
| Daniel Sebastián Sosa Aguilar                                       | Gerente Análisis Cuantitativo  | daniel.sosa@banorte.com                    | (55) 1103 - 4000        |
| Salvador Austria Valencia   | Analista Análisis Cuantitativo   | salvador.austria.valencia@banorte.com      | (55) 1103 - 4000        |
| <b>Banca Mayorista</b>  |  |  |                         |
| Armando Rodal Espinosa  | Director General Banca Mayorista   | armando.rodal@banorte.com                  | (55) 1670 - 1889        |
| Alejandro Aguilar Ceballos  | Director General Adjunto de Administración de Activos                        | alejandro.aguilar.cebillos@banorte.com     | (55) 5004 - 1282        |
| Alejandro Eric Faesi Puente   | Director General Adjunto de Mercados y Ventas Institucionales                | alejandro.faesi@banorte.com                | (55) 5268 - 1640        |
| Alejandro Frigolet Vázquez Vela                                     | Director General Adjunto Sólida  | alejandro.frigolet.vazquezvela@banorte.com | (55) 5268 - 1656        |
| Arturo Monroy Ballesteros   | Director General Adjunto Banca Inversión                                     | arturo.monroy.ballesteros@banorte.com      | (55) 5004 - 5140        |
| Carlos Alberto Arciniega Navarro                                    | Director General Adjunto Tesorería   | carlos.arciniega@banorte.com               | (81) 1103 - 4091        |
| Gerardo Zamora Nanez  | Director General Adjunto Banca Transaccional y Arrendadora y Factor          | gerardo.zamora@banorte.com                 | (81) 8173 - 9127        |
| Jorge de la Vega Grajales   | Director General Adjunto Gobierno Federal                                    | jorge.delavega@banorte.com                 | (55) 5004 - 5121        |
| Luis Pietrini Sheridan  | Director General Adjunto Banca Patrimonial y Privada                         | luis.pietrini@banorte.com                  | (55) 5249 - 6423        |
| Lizza Velarde Torres  | Director Ejecutivo Gestión Banca Mayorista                                   | lizza.velarde@banorte.com                  | (55) 4433 - 4676        |
| Osvaldo Brondo Menchaca   | Director General Adjunto Bancas Especializadas                               | osvaldo.brondo@banorte.com                 | (55) 5004 - 1423        |
| Raúl Alejandro Arauzo Romero  | Director General Adjunto Banca Transaccional                                 | alejandro.arauzo@banorte.com               | (55) 5261 - 4910        |
| René Gerardo Pimentel Ibarrola                                      | Director General Adjunto Banca Corporativa e Instituciones Financieras       | pimentelr@banorte.com                      | (55) 5004 - 1051        |
| Ricardo Velázquez Rodríguez   | Director General Adjunto Banca Internacional                                 | rvelazquez@banorte.com                     | (55) 5004 - 5279        |
| Víctor Antonio Roldan Ferrer  | Director General Adjunto Banca Empresarial                                   | victor.rolan.ferrer@banorte.com            | (55) 1670 - 1899        |