

## México – Deterioro en calificaciones crediticias y relación comercial con EE.UU.

5 de junio 2019

www.banorte.com  
@analisis\_fundam

### Gabriel Casillas

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

### Delia Paredes

Director Ejecutivo Análisis Económico  
delia.paredes@banorte.com

### Juan Carlos Alderete, CFA

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

### Francisco Flores

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

### Estrategia de Renta fija y tipo de cambio

#### Alejandro Padilla

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

#### Santiago Leal

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

#### Leslie Orozco

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

- Hace pocas horas México experimentó tres noticias:
  - (1) No se alcanzó un acuerdo para evitar la imposición del arancel general de 5% a las importaciones de México a EE.UU.;
  - (2) La calificadora *Moody's Investors Service (Moody's)* modificó la perspectiva de la calificación de la deuda soberana de México de 'estable' a 'negativa'; y
  - (3) La agencia *Fitch Ratings (Fitch)* recortó la calificación de la deuda soberana de México de 'BBB+' a 'BBB', pero modificó su perspectiva de 'negativa' a 'estable'
- En nuestra opinión, es altamente probable que se aplique un arancel de 5%, pero que su duración será de corto plazo
- El gobierno del presidente López Obrador ha hecho un esfuerzo muy importante por mantener las finanzas públicas sanas y las calificadoras lo reconocen
- Sin embargo, las razones por las que las calificadoras modificaron la calificación (*Fitch*) y la perspectiva (*Moody's*) tienen que ver con el deterioro de la perspectiva de crecimiento de nuestro país, así como por la falta de claridad sobre la capacidad de pago de Pemex
- En cuanto a las acciones de las calificadoras, la dinámica del mercado ya había anticipado estas modificaciones a la perspectiva y a la calificación
- Dos aspectos positivos son que el riesgo de alguna manera 'ya pasó' para los participantes de los mercados mientras que *Fitch* modificó la perspectiva a 'estable', quitando presión a los mercados locales
- Hacia delante, consideramos que es muy factible que un acuerdo entre México y EE.UU. en torno al tema comercial hacia finales del mes junto con un nuevo programa de Pemex, limitarán las posibilidades de tener un mayor deterioro de las calificaciones de deuda
- El precio de los activos mexicanos debería reflejar los nuevos riesgos idiosincráticos

#### Calificación crediticia de México

	Calificación	Grado de inversión/ especulativo	Perspectiva	Último cambio en calificación y/o perspectiva
Fitch	BBB	Inversión	Estable	05-jun-19
Standard & Poor's	BBB+	Inversión	Negativa	01-mar-19
Moody's	A3	Inversión	Negativa	05-jun-19

Fuente: Bloomberg

Documento destinado al público en general

**Tres noticias recientes.** Hace pocas horas México experimentó tres noticias: (1) No se alcanzó un acuerdo para evitar la imposición del arancel general de 5% a las importaciones de México a EE.UU.; (2) la calificadora *Moody's Investors Service (Moody's)* modificó la perspectiva de la calificación de la deuda soberana de México de 'estable' a 'negativa'; y (3) la agencia *Fitch Ratings (Fitch)* recortó la calificación de la deuda soberana de México de 'BBB+' a 'BBB', pero modificó su perspectiva de 'negativa' a 'estable'.

**Acuerdo entre México y EE.UU. poco probable a corto plazo dados los incentivos políticos del presidente Trump.** En nuestra opinión, es muy poco probable que se alcance un acuerdo para evitar la imposición del arancel del 5% a las importaciones mexicanas el próximo 10 de junio, a pesar de los esfuerzos del gobierno mexicano. Sin embargo, prevemos que la aplicación de estas medidas será de corta duración, ya que México llegará a un acuerdo con el gobierno de los EE. UU. a finales de mes. Desde nuestro punto de vista, la decisión de Trump de imponer aranceles a México es parte de su agenda política, particularmente ante el próximo inicio de su campaña de reelección el 18 de junio (vea nuestras notas: *Guerra comercial de Trump – Reabriendo el frente mexicano* y *Las consecuencias económicas de los aranceles a las importaciones mexicanas*).

**Fitch Ratings redujo la calificación soberana de México de 'BBB +' a 'BBB' con perspectiva 'estable'.** La decisión de la agencia calificadora refleja "...una combinación de mayores riesgos de las finanzas públicas ante el deterioro del perfil crediticio de Pemex, junto con la debilidad de la perspectiva macroeconómica, las tensiones comerciales, incertidumbre en la política interna, así como restricciones fiscales...". Fitch considera que "...el pasivo contingente que representa Pemex pesa cada vez más en el perfil crediticio del país...". En este contexto, el costo fiscal del apoyo del gobierno a la empresa - que según Fitch es de alrededor de 0.2% del PIB-, en forma de inyecciones de capital y menores impuestos, se considera que: "...no es suficiente para proporcionar una solución a largo plazo o evitar un deterioro adicional en el perfil crediticio de Pemex...". Adicionalmente, el crecimiento sigue siendo menor a lo esperado mientras que los riesgos a la baja se han incrementado por las amenazas recientes del presidente Trump de imponer aranceles a las importaciones mexicanas. La agencia calificadora considera que las metas fiscales serán cada vez más difíciles de cumplir en 2020 y podrían resultar en una situación fiscal más restrictiva, lo que generará mayores riesgos para el crecimiento en un contexto en el que el presidente se ha comprometido a no aumentar los impuestos antes de 2021, mientras que el gobierno "...planea cambiar el marco de operación de las reglas fiscales con el fin de aumentar el espacio anti-cíclico aunque, al reducir los límites al gasto, también se deteriora la credibilidad de los objetivos fiscales...". Finalmente, "...queda por ver si la nueva administración, que ha prometido acciones contra el crimen y la corrupción, puede revertir la tendencia al deterioro del estado de derecho...".

Del lado positivo, las calificaciones de *Fitch* consideran que el presidente tiene un mandato más fuerte que las administraciones anteriores, y que su coalición tiene una mayoría en la Cámara de Diputados y casi una mayoría en el Senado, lo que le da la capacidad de efectuar cambios. Asimismo, las calificaciones de México están respaldadas por una estructura económica diversa y un *track-record* de disciplina en las políticas económicas, lo que ha fortalecido la estabilidad macroeconómica y ha permitido absorber choques. Si bien algunas de las decisiones de política microeconómica del gobierno de López Obrador han resultado ser polémicas, las opciones de política macro han sido ortodoxas hasta la fecha. Estas fortalezas contrarrestan las restricciones de calificación de México, que incluyen un crecimiento económico por debajo de la mediana 'BBB', debilidades estructurales en sus finanzas públicas (una base de ingresos baja en comparación con sus pares), baja penetración crediticia, entre otros.

**Moody's cambió la perspectiva de 'estable' a 'negativa', al tiempo que confirmó la calificación crediticia de 'A3'.** Este cambio refleja la preocupación de la agencia de que “...*el marco de la política se está debilitando en dos aspectos fundamentales: (1) La confianza de los inversionistas y las perspectivas económicas a mediano plazo se ven socavadas por la formulación de políticas impredecibles; y (2) el menor crecimiento, junto con los cambios en la política energética y el papel de PEMEX, han introducido riesgos para la perspectiva fiscal a mediano plazo de México, a pesar del compromiso del gobierno a corto plazo con una política fiscal prudente...*”. De acuerdo con el comunicado de *Moody's*, la confirmación de la calificación 'A3' reconoce el tamaño y la diversificación de la economía, su alta capacidad fiscal y su baja susceptibilidad al riesgo de eventos, lo que la coloca en una situación favorable frente a los desafíos actuales relacionados con bajas tasas de crecimiento, debilidad institucional vs. otros países con la misma calificación y el tamaño del sector informal.

**Principales factores de riesgo para *Moody's*.** La agencia calificadora mencionó que la revisión refleja sus preocupaciones en torno a la trayectoria de la deuda pública ante perspectivas de crecimiento más débiles en los próximos años en conjunto con “...*el rol asignado a Pemex en el contexto de la nueva política energética del país...*”. Mencionan que la salud financiera de la compañía y sus crecientes dificultades para acceder a los mercados de capital sugieren la necesidad de un apoyo financiero continuo y sustancial, lo que aumenta la presión sobre las cuentas fiscales. Como resultado, es probable que el gobierno enfrente *trade-offs* cada vez más importantes en los próximos años, entre su intención declarada de mantener una postura fiscal conservadora y la necesidad de apoyar a Pemex al mismo tiempo que incrementa el gasto en programas sociales e infraestructura pública. *Moody's* también sugiere que, en un entorno de bajo crecimiento, junto con la tensión entre las prioridades de las políticas, complican la capacidad del gobierno para cumplir con sus objetivos fiscales, ya que es probable que la recaudación de ingresos disminuya y se incrementan las razones de deuda en los próximos años, lo que erosionará posición fiscal.

**Factores que podrían cambiar la calificación.** Como ya hemos mencionado, *Moody's* reafirmó la calificación de 'A3' de México reconociendo el tamaño y la diversificación de la economía, junto con una política macroeconómica prudente que le ha permitido enfrentar diversos choques en los últimos años. En este contexto, la agencia argumenta que un retorno a una perspectiva 'estable' podría venir a raíz de una mayor confianza en la capacidad del gobierno para establecer e implementar políticas predecibles. Sin embargo, evidencia adicional de que el crecimiento a mediano plazo está disminuyendo y el aumento de los déficits fiscales podría llevar a una rebaja en la calificación.

**Finanzas públicas sanas: uno de los compromisos centrales del presidente López Obrador.** La nueva administración ha hecho un esfuerzo muy importante para mantener saludables las finanzas públicas, sin aumentar el déficit y la deuda, como lo prometió el propio presidente desde su campaña. Además, ha habido certeza sobre las políticas que el presidente está llevando a cabo. En este sentido, el Sr. López Obrador está cumpliendo exactamente lo que prometió en la campaña y eso está escrito en su libro "*La Salida*" (2017). De manera similar, se ha hecho un esfuerzo para capitalizar Pemex, sin comprometer las finanzas públicas. Desafortunadamente, como lo expresan las calificadoras en sus comunicados de hoy, los inversionistas todavía no tienen la claridad necesaria que puede garantizar el repago de la deuda de Pemex en el mediano plazo. Los esfuerzos de capitalización –como el de 5,200 millones de dólares–, son muy relevantes. No obstante, las dudas de las calificadoras e inversionistas radican en el uso de esos recursos. Para garantizar el pago de la deuda de una empresa que no tiene el apoyo explícito del gobierno federal, como Pemex, es necesario que invierta los recursos que tiene en proyectos altamente rentables, como son los relacionados con exploración y producción, incluyendo los llamados *farmouts* (alianzas estratégicas). Sin embargo, por el momento, se está optando por invertir en refinerías, que no son financieramente rentables, aunque pudieran serlo desde una arista de soberanía nacional. En este contexto, consideramos que una de las opciones sobre la mesa es que el gobierno federal otorgue su garantía explícita a la deuda de Pemex, para poder continuar con los esfuerzos de la refinería, sin que la empresa ni el país enfrenten un deterioro en las calificaciones crediticias. De esta manera, las calificadoras y los inversionistas verían no sólo los proyectos de Pemex, sino un conjunto mucho más amplio de variables, como la recaudación, entre otros, para evaluar la capacidad de pagos de la empresa.

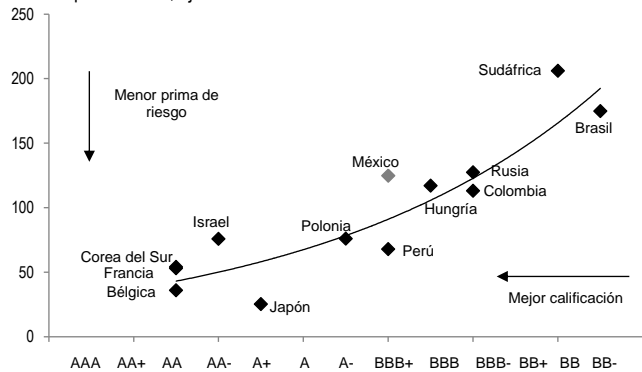
**En cuanto a las acciones de las calificadoras, la dinámica del mercado ya había anticipado estas modificaciones a la perspectiva y a la calificación.** Consideramos que las decisiones que hicieron las calificadoras tienen dos aspectos positivos. De alguna manera el riesgo de una revisión a la baja de la calificación 'ya pasó' mientras que *Fitch* modificó la perspectiva de 'negativa' a 'estable', lo que quita la presión a los mercados locales. Hacia delante, consideramos que es muy factible que un acuerdo entre México y EE.UU. en torno al tema comercial hacia finales del mes, junto con un nuevo programa de Pemex, limitarán las posibilidades de tener un mayor deterioro de las calificaciones de deuda.

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

**El precio de los activos mexicanos debería reflejar los nuevos riesgos idiosincráticos.** Es probable que los activos mexicanos muestren un ajuste adicional, reaccionando a las más recientes noticias negativas de las agencias calificadoras: la combinación de la reducción en un escalón de Fitch (de BBB+ a BBB) y el cambio de perspectiva de *Moody's* de 'estable' a 'negativa'. El argumento detrás de estas decisiones se basa en un desempeño más débil de la economía mexicana (con una menor resiliencia a diversos riesgos globales), el panorama actual de Pemex y las implicaciones en las cuentas fiscales, aunado a las amenazas comerciales del Presidente Trump. Aunque esto no es una sorpresa para los inversionistas, ya que la valuación de los instrumentos locales se ha tomado como si el país tuviera una calificación crediticia de BBB-, nosotros esperamos un ajuste en la prima de riesgo país derivado de la materialización de algunos riesgos idiosincráticos. Vale la pena mencionar que México continúa operando como una economía emergente con grado de inversión ya que los inversionistas reconocen cuentas externas y fiscales sólidas. Existen diversas implicaciones para los bonos soberanos. Por un lado, el desempeño de los activos locales se ha deteriorado significativamente desde el viernes pasado después de que Trump amenazara con imponer aranceles de 5% a las exportaciones de México a EE.UU. iniciando el 10 de junio. En una etapa inicial, el peso mexicano podría reflejar un efecto de 5% en términos de ajuste competitivo, lo que sugiere que el siguiente nivel relevante se ubica en 20.00 por dólar con una figura Fibonacci en 19.98, un efecto psicológico y los precios de ejecución ("*strike price*") de las opciones con vencimiento en el corto plazo. Esto podría disminuir la probabilidad implícita de recortes en la tasa de referencia de Banxico actualmente valuadas en la curva de rendimientos. Por otro lado, esperamos un incremento en la prima de riesgo actualmente embebida en la curva de Bonos M. El diferencial entre los Bonos M y los *Treasuries* norteamericanos ha incrementado significativamente, alcanzando niveles no observados desde la crisis de 2008. Esta métrica alcanzó su nivel más alto desde finales de enero en 606pb el lunes rebasando el rango superior de  $+2\sigma$  (590pb), movimiento similar al observado en 2008. La lectura ha promediado 569pb durante el año mientras la media de 12 meses oscila en 552pb. Siguiendo este contexto, nos mantenemos con una visión cautelosa sobre Bonos M, esperando mejores niveles de entrada o condiciones de mercado para posiciones largas, así como una corrección adicional.

### CDS de 5 años y calificación crediticia de S&P

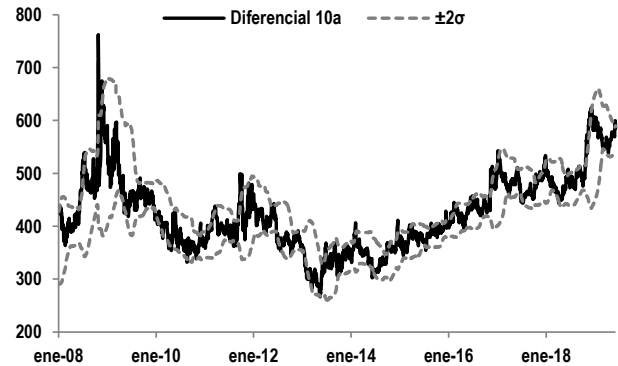
Eje vertical puntos base, eje horizontal escala de calificación



Fuente: Banorte con información de Bloomberg y S&P

### Diferencial de 10 años entre Bonos M y Treasuries

Puntos base



Fuente: Banorte con información de Bloomberg

El peso mexicano ha observado en las últimas sesiones un desempeño débil y notoriamente volátil, siguiendo un periodo de relativa lateralidad a lo largo de 2019. Esta situación ha sido reflejo de la incertidumbre comercial asociada a la intención arancelaria del Presidente Trump con México, activando una depreciación con la cual la divisa ha terminado por borrar las ganancias acumuladas en el año. El cruce opera actualmente cerca de USD/MXN 19.75, 4.4% más débil respecto a su punto más fuerte de mayo en 18.92. Asimismo, se ha observado presión relevante en la estructura subyacente del cambiario, capturado por una curva de volatilidades “en el dinero” presionada en 136pb en promedio durante los últimos 5 días con un aplanamiento importante y que marca un alza de hasta 228pb en el plazo de 1 mes. Vemos en una etapa inicial al MXN reflejando un efecto de 5% en términos de ajuste competitivo. Este movimiento implicaría 20.00 como siguiente técnico.

A lo largo del año, la dinámica del peso también ha sido un claro reflejo del efecto de anclaje derivado del nivel de la tasa de Banco de México, la cual es alta al compararse con otros mercados emergentes, otorgando un soporte clave en términos relativos. Esta situación también ha sido un factor de disuasión muy importante para posiciones especulativas y permitió al cruce mantener un desempeño positivo en el año. Si bien el reciente movimiento del peso es expresión de factores específicos a México que han comenzado a pesar más (*i.e.* comercio y calificadoras), consideramos que el *carry* embebido en la divisa continuará compensando presiones adicionales.

El panorama global también se ha sumado como un viento en contra recientemente. El USD ha sido ampliamente respaldado por una posición monetaria y económica más robusta respecto a otras regiones desarrolladas, sumándose a una menor demanda por activos de riesgo la cual ha contaminado el desempeño de la clase de activo de divisas emergentes. Destacan temas como la guerra comercial entre EE.UU. y China, incertidumbre por desaceleración global, el contexto político en Europa y fuertes ajustes en el precio del petróleo. En este sentido, las betas de 1 mes del MXN vs el Brent actualmente marcan 0.15 desde su punto más débil en el año -0.07, mientras la misma lectura contra el renminbi se ubica en -0.80 desde -1.54. Junto a otras métricas y correlaciones similares con otros activos, y tomando en cuenta su desempeño histórico, el contexto aún sugiere espacio de contaminación adicional.

Bajo este panorama destacamos un peso mexicano que en términos relativos contra otras monedas emergentes guardó un desempeño más favorable por buena parte del año. No obstante, las presiones de las últimas sesiones han limitado ampliamente este desfase encontrando un MXN con un rendimiento en 2019 apenas marginalmente por encima de un índice agregado de monedas comparables.

En términos de estrategia mantenemos una visión de cautela para la operación, optando por posiciones favoreciendo largos en USD. Siguiendo la lateralidad y resiliencia reciente, el MXN construyó poca historia técnica ante lo cual desde niveles próximos a 19.00 y una vez perforado al alza el PM 200 en 19.36 (que ahora vemos como principal resistencia de corto plazo), el soporte más fuerte se ubicará en la zona de 20.00. Una vez cruzado este nivel vemos soportes técnicos en 20.20 y 20.36 (Fibonacci). Reiteramos nuestros pronósticos para el USD/MXN en 20.30 para fin de 2019 y en 21.30 para fin de 2020, como una señal de condiciones externas y locales que en nuestra opinión pudieran incrementar la prima de riesgo contenida en la moneda.

## Referencias

**López Obrador, Andrés Manuel.** *“2018 La Salida. Decadencia y Renacimiento de México”*. Ciudad de México; Ed. Planeta, 2017

## Certificación de los Analistas.

Nosotros, Gabriel Casillas Olvera, Delia María Paredes Mier, Alejandro Padilla Santana, Manuel Jiménez Zaldívar, Tania Abdul Massih Jacobo, Katia Celina Goya Ostos, Juan Carlos Alderete Macal, Marissa Garza Ostos, Víctor Hugo Cortes Castro, José Itzamna Espitia Hernández, Hugo Armando Gómez Solís, Miguel Alejandro Calvo Domínguez, Valentín III Mendoza Balderas, Santiago Leal Singer, Francisco José Flores Serrano, Gerardo Daniel Valle Trujillo, Francisco Duarte Alcocer, Jorge Antonio Izquierdo Lobato y Leslie Thalía Orozco Vélez, certificamos que los puntos de vista que se expresan en este documento son reflejo fiel de nuestra opinión personal sobre la(s) compañía(s) o empresa(s) objeto de este reporte, de sus afiliadas y/o de los valores que ha emitido. Asimismo declaramos que no hemos recibido, no recibimos, ni recibiremos compensación distinta a la de Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. por la prestación de nuestros servicios.

## Declaraciones relevantes.

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

### Remuneración de los Analistas.

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

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

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

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

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

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

### Tenencia de valores y otras revelaciones.

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

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

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

### Guía para las recomendaciones de inversión.

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

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

### Determinación de precios objetivo

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

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

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

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

**Análisis Económico**

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

**Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio**

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

**Análisis Bursátil**

Manuel Jiménez Zaldivar	Director Análisis Bursátil	manuel.jimenez@banorte.com	(55) 5268 - 1671
Víctor Hugo Cortes Castro	Análisis Técnico	victorh.cortes@banorte.com	(55) 1670 - 1800
Marissa Garza Ostos	Conglomerados / Financiero / Minería / Químico	marissa.garza@banorte.com	(55) 1670 - 1719
José Itzamna Espitia Hernández	Aerolíneas / Aeropuertos / Cemento / Fibras / Infraestructura	jose.espitia@banorte.com	(55) 1670 - 2249
Valentín III Mendoza Balderas	Autopartes / Bienes Raíces / Comerciales / Consumo Discrecional	valentin.mendoza@banorte.com	(55) 1670 - 2250
Francisco Duarte Alcocer	Analista	francisco.duarte.alcocer@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2707
Jorge Antonio Izquierdo Lobato	Analista	jorge.izquierdo.lobato@banorte.com	(55) 1670 - 1746
Itzel Martínez Rojas	Analista	itzel.martinez.rojas@banorte.com	(55) 1670 - 2251

**Análisis Deuda Corporativa**

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

**Banca Mayorista**

Armando Rodal Espinosa	Director General Banca Mayorista	armando.rodal@banorte.com	(81) 8319 - 6895
Alejandro Eric Faesi Puente	Director General Adjunto de Mercados y Ventas Institucionales	alejandro.faesi@banorte.com	(55) 5268 - 1640
Alejandro Aguilar Ceballos	Director General Adjunto de Administración de Activos	alejandro.aguilar.cebillos@banorte.com	(55) 5268 - 9996
Arturo Monroy Ballesteros	Director General Adjunto Banca Inversión Financ. Estruct.	arturo.monroy.ballesteros@banorte.com	(55) 5004 - 1002
Gerardo Zamora Nanez	Director General Adjunto Banca Transaccional y Arrendadora y Factor	gerardo.zamora@banorte.com	(81) 8318 - 5071
Jorge de la Vega Grajales	Director General Adjunto Gobierno Federal	jorge.delavega@banorte.com	(55) 5004 - 5121
Luis Pietrini Sheridan	Director General Adjunto Banca Patrimonial y Privada	luis.pietrini@banorte.com	(55) 5004 - 1453
René Gerardo Pimentel Ibarrola	Director General Adjunto Banca Corporativa e Instituciones Financieras	pimentelr@banorte.com	(55) 5268 - 9004
Ricardo Velázquez Rodríguez	Director General Adjunto Banca Internacional	rvelazquez@banorte.com	(55) 5004 - 5279
Víctor Antonio Roldan Ferrer	Director General Adjunto Banca Empresarial	victor.rolan.ferrer@banorte.com	(55) 5004 - 1454