

México - Moody's degrada deuda soberana y de Pemex, pero mantiene 'grado de inversión'

- *Moody's Investors Service* redujo la calificación crediticia de México de 'A3' a 'Baa1', manteniendo la perspectiva en 'negativa'
- La reacción de los mercados ha sido limitada, ya que el ajuste era ampliamente esperado
- La decisión se debió a tres factores: (1) Las perspectivas de crecimiento de mediano plazo; (2) riesgos a la fortaleza fiscal dado el continuo deterioro de Pemex, entre otros factores; y (3) debilidad en las políticas públicas y la capacidad institucional
- Cabe destacar que la agencia también bajó la calificación de la deuda de Pemex, de 'Baa3' a 'Ba2', lo que está debajo del umbral de 'grado de inversión'
- A pesar de la revisión de hoy, así como las recientes acciones de otras agencias calificadoras, seguimos creyendo que México mantendrá el 'grado de inversión' en los próximos años

Degradación crediticia, pero se mantiene el 'grado de inversión'. En línea con nuestra expectativa, *Moody's Investors Service* degradó la calificación de la deuda soberana de México en un escalón de 'A3' a 'Baa1', dejando la perspectiva 'negativa'. Esta acción vino en línea con los recortes que hicieron [S&P Global](#) (15 de abril) y [Fitch Ratings](#) (26 de marzo) en días recientes, reconociendo que la pandemia del Coronavirus y la fuerte caída en los precios del petróleo ha resultado en vientos en contra para la economía mexicana y las cuentas fiscales. Cabe mencionar que después de esta ronda de disminuciones, el perfil de deuda soberana mantiene el estatus de 'grado de inversión' (GI), como se observa en la tabla inferior. Esta situación es relevante para el gobierno federal para acceder a condiciones financieras más favorables en los mercados internacionales durante este periodo de aversión al riesgo global y menor liquidez. De igual forma, *Moody's Investors Service* redujo la calificación de Pemex, pero en dos escalones, de 'Baa3' a 'Ba2', con perspectiva 'negativa', siguiendo las recientes acciones de las otras dos agencias. Sin embargo y en contraste con el soberano, Pemex ya no es un emisor con "Grado de Inversión" después de la decisión de hoy (uniéndose a la misma condición que tiene con *Fitch Ratings*).

Calificaciones crediticias de México y de Pemex

Calificación en negrita indica nivel actual; fecha de última revisión

FitchRatings	S&P Global	MOODY'S	
A-	A-	A3	
BBB+	BBB+	Baa1	Soberano
BBB	BBB	Baa2	
BBB-	BBB-	Baa3	
BB+	BB+	Ba1	
BB	BB	Ba2	Pemex
BB-	BB-	Ba3	

Umbral de grado de inversión

Fuente: Banorte con información de S&P Global Ratings, Fitch Ratings y Moody's Investors Service

17 de abril 2020

www.banorte.com
@analisis_fundam

Gabriel Casillas

Director General Adjunto Análisis Económico y Relación con Inversionistas
gabriel.casillas@banorte.com

Alejandro Padilla

Director Ejecutivo Análisis Económico y Estrategia Financiera de Mercados
alejandro.padilla@banorte.com

Juan Carlos Alderete, CFA

Director, Análisis Económico
juan.alderete.magal@banorte.com

Manuel Jiménez

Director Estrategia de Mercados
manuel.jimenez@banorte.com

Tania Abdul Massih

Director Deuda Corporativa
tania.abdul.massih@banorte.com

Francisco Flores

Subdirector, Economía Nacional
francisco.flores.serrano@banorte.com

Santiago Leal

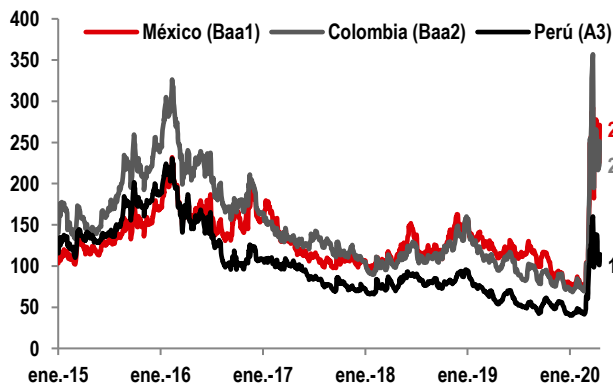
Subdirector Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio
santiago.leal@banorte.com

Documento destinado al público en general

La reacción de los mercados ha sido limitada. Además de la reacción que ya hemos observado en el mercado en los últimos meses, sobre todo en torno a la tasa de rendimiento de los bonos globales de Pemex, así como en el precio de los seguros por impago (*Credit Default Swaps* o *CDS*) —en donde ya estaba descontado que la petrolera mexicana perdería ‘Grado de Inversión’—, contamos con evidencia anecdótica de que varios fondos de inversión actuaron desde hace varios meses preparándose para este evento. En la mayoría de los casos, los mandatos que tienen estos fondos globales es invertir en bonos con GI. Por esto, cuando un instrumento lo pierde, tienen que liquidar esas posiciones, aunque tengan razones financieras para no hacerlo. En este sentido, varios gestores de portafolio de varios fondos de inversión globales de gran envergadura estuvieron creando nuevos fondos tipo ‘B’, para que puedan adquirir muchos de los bonos que pierdan GI.

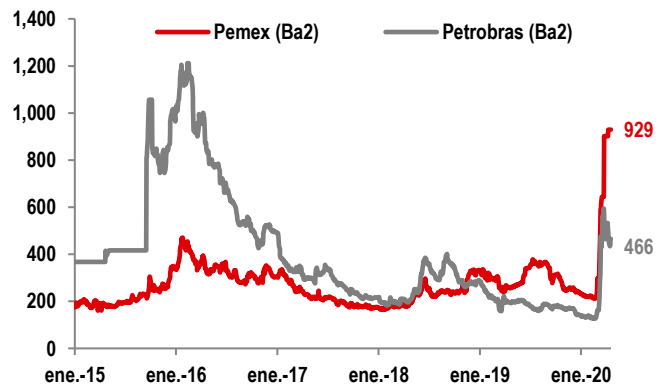
Los participantes del mercado ya descontaban las acciones de hoy de Moody’s Investors Service. El peso mexicano mostró una reacción breve y limitada al anuncio, confirmando nuestra tesis sobre los inversionistas que ya anticipaban este evento. Sin embargo, vale la pena mencionar que la prima de riesgo incorporada en la mayoría de los activos en mercados emergentes se ha incrementado de manera significativa desde inicios de marzo ante el choque dual proveniente de la pandemia del COVID-19 y el desplome en los precios del petróleo. En una comparación regional, México, Colombia y Perú muestran un perfil crediticio similar. No obstante, los activos mexicanos operan con una mayor prima de riesgo ajustada por crédito (ver gráfica de abajo a la izquierda). Estos mayores diferenciales sugieren que los inversionistas continúan preocupados por la baja resiliencia de la economía mexicana y las cuentas fiscales ante el complejo panorama externo.

CDS de 5 años de deuda soberana
Puntos base



Fuente: Moody’s Investors Service y Bloomberg

CDS de 5 años de compañías petroleras
Puntos base

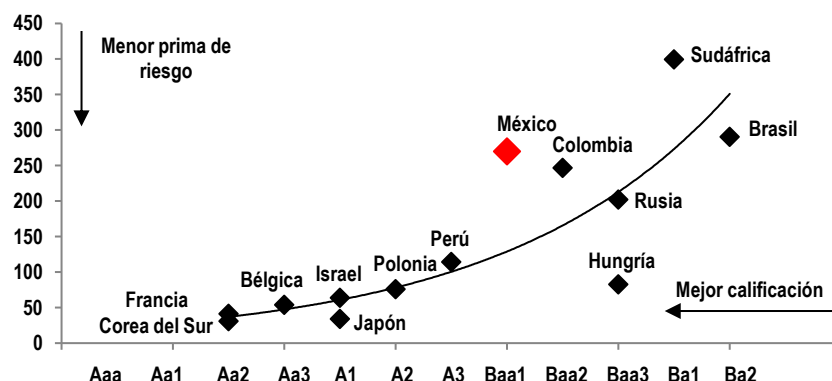


Fuente: Moody’s Investors Service y Bloomberg

México opera en el umbral del ‘grado de inversión’. A pesar de estas condiciones adversas, la prima de riesgo de México continúa operando en el umbral de ‘Grado de Inversión’ como lo muestra la gráfica de dispersión de abajo, confirmando nuestra visión que, a pesar de la recesión global suscitada por el Coronavirus, México seguirá siendo un emisor con ‘Grado de Inversión’ al final de la pandemia. En términos de Pemex, los costos financieros han crecido exorbitantemente ante la esperada pérdida del ‘Grado de Inversión’ por parte de dos de las grandes agencias calificadoras (*Moody’s Investors Service* y *Fitch Ratings*) y los vientos en contra asociados a bajos precios del petróleo. La prima de riesgo de Pemex, aproximada por el CDS de 5 años, es significativamente más alta que la de la empresa petrolera brasileña Petrobras, a pesar de tener la misma calificación de ‘Ba2’ (929pb vs. 466pb) como se observa en la gráfica de abajo a la derecha. Esto se puede explicar por la posible venta forzada de papel de Pemex que está incluido en índices de deuda (e.g. Bloomberg-Barclays o el EMBI de JPMorgan) que requiere del estatus de ‘Grado de Inversión’ de por lo menos dos de las tres grandes agencias calificadoras. Esta valuación muestra que la situación descrita previamente ya está descontada por el mercado.

CDS de 5 años y calificación crediticia de *Moody’s Investors Service*

Eje vertical puntos base, eje horizontal escala de calificación



Fuente: Banorte con datos de *Moody’s Investors Service* y Bloomberg

Argumento particular de *Moody’s Investors Service*. Los argumentos que han utilizado las principales agencias calificadoras globales –*Fitch Ratings*, *S&P Global*–, para justificar su cambio en la calificación de los bonos soberanos de México y los bonos globales de Pemex han sido muy similares. A pesar de lo anterior, destaca *Moody’s Investors Service* por enfatizar el rol del gobierno federal como garantía implícita de la deuda de Pemex. En este sentido, la segunda razón por la que explicó la modificación de su calificación crediticia de la deuda soberana de nuestro país fue: “...El continuo deterioro de la situación financiera y operativa de Pemex está erosionando la fortaleza fiscal del soberano, que ya está presionada por el menor crecimiento de los ingresos resultado de una economía más débil...”.

Retos hacia delante para México detonan baja de calificación. En específico para el soberano, *Moody’s Investors Service* resumió los determinantes para su acción sobre la calificación crediticia en tres grandes temas: (1) Las perspectivas de crecimiento de mediano plazo; (2) riesgos a la fortaleza fiscal dado el continuo deterioro de Pemex, entre otros factores; y (3) debilidad en las políticas públicas y la capacidad institucional.

Crecimiento del PIB en el mediano plazo, en el mejor de los casos, en 2%.

Sobre el primer factor, la agencia recordó que en 2014 incrementaron la calificación desde ‘Baa1’ a ‘A3’ ante la posibilidad de mayor crecimiento potencial del PIB, por arriba de 3%, debido a diversas reformas estructurales. No obstante, “...*la implementación ha sido fragmentada en el mejor de los casos. La reforma energética se ha revertido de facto...*”. Adicionalmente, “...*Decisiones de política económica y mensajes encontrados bajo la administración actual han afectado de manera fundamental el clima de negocios y probablemente continuarán impactando la inversión privada en los próximos años...*”. A lo anterior se suma el choque que la pandemia global de COVID-19 tendrá sobre la economía del país a través de las exportaciones manufactureras, el turismo y el impacto de las medidas de distanciamiento social, entre otras. Considerando estos y otros factores, la calificadora espera “...*que el crecimiento a mediano plazo se mantenga bajo, aun después de la severa contracción económica esperada para este año por el choque del coronavirus, con la economía creciendo en promedio 2% en 2021-23 en el mejor de los casos...*”.

Necesidades financieras de Pemex y el COVID-19 podrían resultar en una mayor carga fiscal.

En cuanto a la empresa productiva del estado, se realizaron comentarios más específicos en la nota sobre su calificación crediticia, con los detalles presentados más adelante en este documento. No obstante, “...*proveer un mayor apoyo a Pemex, ingresos gubernamentales severamente afectados por la fuerte caída del PIB y un aumento en la carga de intereses, provocarán que los déficits fiscales y las razones de deuda aumenten...*”. Como resultado, el escenario base de la agencia calificadora, “...*espera que la deuda gubernamental aumente en 10 puntos porcentuales llegando a 46.2% del PIB en 2022 de 36.4% en 2019...*”. Si el brote de COVID-19 es más severo y conlleva un incremento en las medidas fiscales, “...*la deuda podría incrementarse más allá de 50% para 2022...*”. Finalmente, también existen riesgos de mediano plazo para el soberano, ya que “...*no esperamos que el gobierno ayude a la compañía (Pemex) para cumplir tanto con sus obligaciones de deuda como con sus necesidades de inversión...*”, lo cual podría impactar los ingresos petroleros, mismos que representan alrededor de 14% del total de los ingresos.

Deterioro en las políticas públicas y capacidad institucional. Estos factores están incorporados por la calificadora dentro de su marco de factores ambientales, sociales y de gobierno corporativo (ESG por sus siglas en inglés). En su opinión, ambos se han deteriorado, resultando en una menor capacidad del país para responder a choques. Sobre el primer punto, *Moody’s Investors Service* argumentó que “...*decisiones de política económica en el último año y medio y mensajes encontrados [...] están mermando el clima de negocios y las perspectivas de la inversión...*”, resultando en incertidumbre sobre las posibles consecuencias al perfil crediticio de futuros cambios en las políticas públicas. Sobre esto último, “...*recortes de sueldos y compensaciones aplicados en diversas secretarías y entidades públicas han debilitado la capacidad administrativa del gobierno...*”, lo que en conjunto con “...*la reducción significativa en presupuesto y cambios en gobierno corporativo para diversos órganos regulatorios autónomos...*”, han erosionado la capacidad institucional del país.

Adicionalmente, la agencia mantuvo la perspectiva en ‘negativa’. Dentro de los factores que podrían resultar en una baja adicional, destacaron: (1) Mayor evidencia de que el crecimiento en el mediano plazo va a la baja; (2) incremento en los déficits fiscales, tanto por Pemex como por un mayor gasto gubernamental; y (3) un deterioro continuo en el marco de políticas públicas. Otros riesgos incluyen una mayor contracción a la esperada en 2020 o un mayor gasto si la pandemia empeora y antes de las elecciones legislativas del 2021. Por el contrario, y a pesar de que la calificadora menciona que hay una baja probabilidad de un aumento en el corto plazo, la perspectiva podría cambiar a ‘estable’ si “...se recupera la confianza en la capacidad del gobierno para establecer e implementar políticas consistentes y se dan mejoras en las perspectivas de crecimiento del PIB a mediano plazo...” incluyendo “...un plan que resulte creíble en cuanto a Pemex, el cual reduzca el riesgo de apoyo recurrente y sustancial por parte del gobierno hacia la compañía...”.

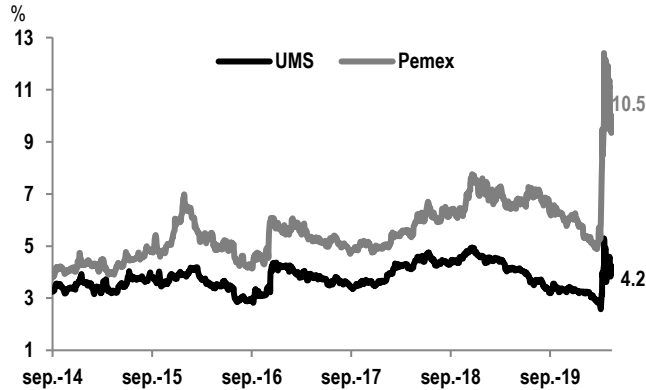
Moody’s Investors Service retira el ‘grado de inversión’ a Pemex. Como era ampliamente esperado, *Moody’s Investors Service* disminuyó la calificación de deuda senior de Petróleos Mexicanos (Pemex) de ‘Baa3’ a ‘Ba2’, retirándole el ‘Grado de Inversión’. Simultáneamente, recortó la calificación de crédito individual de la empresa (*Baseline Credit Assessment, BCA*), de ‘caa1’ a ‘caa2’. De acuerdo con la agencia, “...estas acciones de calificación fueron detonadas por mayores riesgos de liquidez y de negocio, así como por el anuncio del 17 de abril de 2020 sobre la baja de calificación al Gobierno de México de ‘A3’ a ‘Baa1’, manteniendo la perspectiva soberana en ‘negativa’. La perspectiva de las calificaciones de Pemex permanece ‘negativa’...”

Acción de calificación sobre Pemex en línea con la soberana. Moody’s establece que el *downgrade* a Pemex y su perspectiva ‘negativa’ está en línea con la acción del soberano y refleja “...la crítica importancia del apoyo y fortaleza financiera en la evaluación del riesgo crediticio de Pemex. Las acciones consideran nuestras expectativas de un periodo prolongado de flujo libre de efectivo y la necesidad de fondeo externo, a pesar de los esfuerzos de la compañía por ajustar costos e inversiones para disminuir los precios...”.

Debilidad crediticia y un complejo escenario global resultaron en un *downgrade* de dos niveles. En días pasados, *S&P Global Ratings*, *Fitch Ratings* y *Moody’s Investor Service* tomaron varias acciones negativas sobre la calificación de Pemex derivado de un complejo entorno global en la industria de gas y petróleo, así como “...una elevada vulnerabilidad a los precios de *commodities* dada su frágil posición y un alto nivel de deuda...”. Las bajas de calificación también se fundamentan en la evaluación financiera de la empresa, especialmente en el deterioro de su perfil crediticio individual, el cual refleja su constante generación de flujo de efectivo negativo, elevado apalancamiento, costos crecientes de extracción y un alto nivel de inversión requerido para restituir reservas y mantener la producción. Todo esto, a pesar de los esfuerzos de la compañía para estabilizar la producción y refinanciar sus vencimientos.

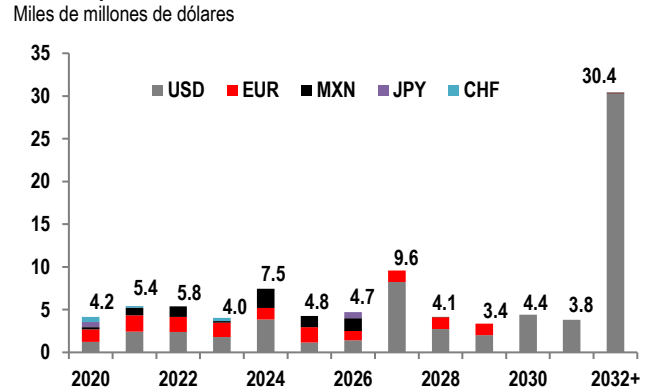
Pemex dependiente del apoyo del gobierno ante su débil liquidez. Al cierre de diciembre 2019, Pemex reportó efectivo por \$60,500 millones y alrededor de \$178,000 millones de líneas de crédito disponibles para hacer frente a \$368,000 millones en vencimientos de 2020-2021, además de la generación negativa de efectivo. Hoy, Pemex perdió el grado de inversión, a partir de ahora se considera una *high-yield* (HY). A pesar de este complejo escenario, y considerando el desempeño de los bonos y CDS de la compañía en días pasados, esperamos que el impacto en los mercados de esta acción sea limitado al ya haber sido descontado por los inversionistas, quienes tomaron medidas previas.

Bonos de 10 años en dólares



Fuente: Banorte con información de Bloomberg

Pemex – perfil de vencimientos



Fuente: Banorte con información de Bloomberg

México mantiene ‘grado de inversión’. Los fondos de inversión consideran a un instrumento en ‘grado de inversión’, siempre y cuando al menos dos de las tres agencias calificadoras globales lo califiquen en ese terreno. Afortunadamente, la deuda soberana de México mantiene el ‘grado de inversión’, a pesar de la serie de degradaciones recientes. No obstante lo anterior, como lo comentamos a lo largo de esta nota, Pemex pierde el ‘grado de inversión’, dado que ahora solo *S&P Global* califica a la petrolera estatal arriba de este umbral. Cabe señalar que el equipo de finanzas de Pemex hizo una muy buena labor mejorando el perfil de vencimientos y junto con las áreas operativas, un esfuerzo por incrementar la producción, por primera vez desde 2005. Sin embargo, la profunda recesión global y la guerra de precios entre Rusia y Arabia Saudita, ya no permitieron que Pemex se salvara de perder el ‘grado de inversión’, al menos en el corto plazo. Consideramos que es momento de reabrir la oportunidad para que Pemex pueda trabajar con empresas privadas (*‘farmouts’*) y así beneficiarse mutuamente del conocimiento, capacidades y tecnología y compartir el riesgo de las operaciones petroleras. Eso ayudaría significativamente, entre otros esfuerzos, a sacar adelante a Pemex y contribuir a la salud de las finanzas públicas de nuestro país.

Certificación de los Analistas.

Nosotros, Gabriel Casillas Olivera, Alejandro Padilla Santana, Delia María Paredes Mier, Juan Carlos Alderete Macal, Manuel Jiménez Zaldívar, Marissa Garza Ostos, Tania Abdul Massih Jacobo, Francisco José Flores Serrano, Katia Celina Goya Ostos, Santiago Leal Singer, José Itzamna Espitia Hernández, Valentín III Mendoza Balderas, Víctor Hugo Cortes Castro, Hugo Armando Gómez Solís, Miguel Alejandro Calvo Domínguez, Luis Leopoldo López Salinas, Leslie Thalía Orozco Vélez, Gerardo Daniel Valle Trujillo, Jorge Antonio Izquierdo Lobato y Eridani Ruibal Ortega, 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.

Dirección General Adjunta de Análisis Económico y Relación con Inversionistas			
Gabriel Casillas Olvera	Director General Adjunto Análisis Económico y Relación con Inversionistas	gabriel.casillas@banorte.com	(55) 4433 - 4695
Raquel Vázquez Godínez	Asistente Dir. General Adjunta Análisis Económico y Relación con Inversionistas	raquel.vazquez@banorte.com	(55) 1670 - 2967
Lourdes Calvo Fernández	Analista (Edición)	lourdes.calvo@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2611
Análisis Económico y Estrategia Financiera de Mercados			
Alejandro Padilla Santana	Director Ejecutivo Análisis Económico y Estrategia Financiera de Mercados	alejandro.padilla@banorte.com	(55) 1103 - 4043
Itzel Martínez Rojas	Analista	itzel.martinez.rojas@banorte.com	(55) 1670 - 2251
Análisis Económico			
Juan Carlos Alderete Macal, CFA	Director Análisis Económico	juan.alderete.macal@banorte.com	(55) 1103 - 4046
Francisco José Flores Serrano	Subdirector Economía Nacional	francisco.flores.serrano@banorte.com	(55) 1670 - 2957
Katia Celina Goya Ostos	Subdirector Economía Internacional	katia.goya@banorte.com	(55) 1670 - 1821
Luis Leopoldo López Salinas	Analista Economía Internacional	luis.lopez.salinas@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2707
Estrategia de Mercados			
Manuel Jiménez Zaldívar	Director Estrategia de Mercados	manuel.jimenez@banorte.com	(55) 5268 - 1671
Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio			
Santiago Leal Singer	Subdirector Estrategia de Renta Fija y 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			
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
Valentín III Mendoza Balderas	Subdirector Análisis Bursátil	valentin.mendoza@banorte.com	(55) 1670 - 2250
Víctor Hugo Cortes Castro	Subdirector Análisis Técnico	victorh.cortes@banorte.com	(55) 1670 - 1800
Jorge Antonio Izquierdo Lobato	Analista	jorge.izquierdo.lobato@banorte.com	(55) 1670 - 1746
Eridani Ruibal Ortega	Analista	eridani.ruibal.ortega@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2755
Análisis Deuda Corporativa			
Tania Abdul Massih Jacobo	Director Deuda Corporativa	tania.abdul@banorte.com	(55) 5268 - 1672
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
Estudios Económicos			
Delia María Paredes Mier	Director Ejecutivo Estudios Económicos	delia.paredes@banorte.com	(55) 5268 - 1694
Miguel Alejandro Calvo Domínguez	Subdirector Estudios Económicos	miguel.calvo@banorte.com	(55) 1670 - 2220
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.roldan.ferrer@banorte.com	(55) 5004 - 1454