

Informe Trimestral – El ciclo de alza no ha terminado

28 de noviembre 2018

www.banorte.com
@analisis_fundam

- Banxico acaba de publicar su Informe Trimestral del 3T18
- La publicación estuvo acompañada por una conferencia de prensa liderada por el Gobernador Alejandro Díaz de León
- En nuestra opinión, el tono del informe es muy similar al observado en el comunicado de la última decisión de política monetaria del 15 de noviembre
- Resaltamos que Banxico modificó sus estimados de inflación y crecimiento en un entorno altamente incierto, específicamente:
 - (1) La trayectoria de inflación se revisó al alza, en particular para los primeros tres trimestres del 2019; y
 - (2) Los estimados de crecimiento se revisaron ligeramente a la baja, a un rango de 2%-2.4% de 2% a 2.6% para 2018 y de 1.8%-2.8% a 1.7%-2.7% en 2019
- En los tradicionales recuadros de investigación, destacamos:
 - (1) El estudio del traspaso de mayores precios de los energéticos a la inflación subyacente;
 - (2) Los potenciales efectos derivados de la indexación salarial a la inflación; y
 - (3) Acontecimientos recientes sobre la calificación y perspectiva crediticia de México
- Banxico también publicó su calendario para 2019, en el cual destacamos que las reuniones de política monetaria siguen ligadas a las del Fed
- Ahora esperamos que Banxico suba la tasa de referencia 25pb a 8.25% en la decisión del próximo 20 de diciembre

El *Informe Trimestral* mantiene una postura cautelosa, en línea con el último comunicado de política monetaria. Banxico publicó hoy su Informe Trimestral del 3T18. La publicación estuvo acompañada por una conferencia de prensa liderada por el Gobernador Alejandro Díaz de León. En nuestra opinión, el tono del informe es muy similar al observado en el último comunicado de política monetaria, publicado el 15 de noviembre, con un tono *hawkish* en un entorno altamente incierto y con un deterioro de los riesgos para la inflación tanto en el corto como en el mediano plazo.

Banxico revisó al alza sus pronósticos de inflación para 2018 y 2019. De acuerdo al *Informe*, la inflación durante el año ha estado impactada por diferentes factores que han retrasado la convergencia al objetivo. Entre ellos destacan los elevados precios de los energéticos, no sólo por su impacto directo en el índice general, sino también por los efectos de segundo orden que han tenido en el índice subyacente, particularmente en los servicios. En cuanto al último rubro, también destacaron presiones derivadas del tipo de cambio y de mayores salarios.

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

Documento destinado al público en general

En cuanto a los riesgos a la baja, incluyeron: (1) La posibilidad de que la incertidumbre continúe elevada o pueda empeorar, lo que tendría un impacto negativo en la inversión y el consumo; (2) un potencial retraso en la aprobación del T-MEC, dado que tiene que ser aprobado por los órganos legislativos de los tres países; (3) un incremento en las políticas proteccionistas por parte de EE.UU.; (4) episodios de volatilidad como resultado de una mayor restricción por parte del Fed y/o contagio de otros países emergentes; y (5) un retraso en la ejecución del gasto público como resultado de retos en la implementación por parte de la nueva administración. Al alza, incluyeron que la inversión podría reactivarse como resultado del nuevo acuerdo comercial, una mayor producción manufacturera ante el dinamismo de la actividad industrial en EE.UU. y un mayor gasto público al anticipado. Considerando lo anterior, cabe mencionar que los escenarios de Banxico para 2019 y 2020 no incluyen la materialización de los riesgos antes descritos, ya que existe bastante incertidumbre en el horizonte de estimación.

Finalmente, se presentaron comentarios interesantes en los recuadros de investigación sobre los riesgos para el PIB potencial. Dentro de ellos destacamos “...*Que las decisiones de política pública generen mayor preocupación en los mercados y una pérdida sostenida de la confianza en México como destino de inversión...*”, además de “...*Que se debiliten o no se pongan en marcha acciones estructurales encaminadas a incrementar la productividad de la economía...*”. Adicionalmente, Banxico menciona que es necesario corregir problemas estructurales e institucionales que limitan el crecimiento de la inversión y de la productividad, dado que una mayor productividad es la única manera en la que se pueden generar empleos mejor remunerados. También comentaron que se necesitan mejores condiciones de competencia con el fin de buscar la creación de valor y no la búsqueda de rentas, mayor inversión en infraestructura, mejorar el estado de derecho y combatir la inseguridad y la corrupción.

Principales pronósticos Banxico
Informe trimestral actual (3T18)

| | 2018 | 2019 | 2020 |
|--------------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|
| PIB (%) | 2.0 – 2.4 | 1.7 – 2.7 | 2.0 – 3.0 |
| Empleo (miles) | 670 – 740 | 670 - 770 | 690 - 790 |
| Balanza comercial (mmd) | -13.5 (1.1% del PIB) | -14.1 (1.1% del PIB) | -15.1 (1.1% del PIB) |
| Cuenta corriente (mmd) | -22.6 (1.9% del PIB) | -28.8 (2.3% del PIB) | -31.5 (2.3% del PIB) |

Fuente: Banxico

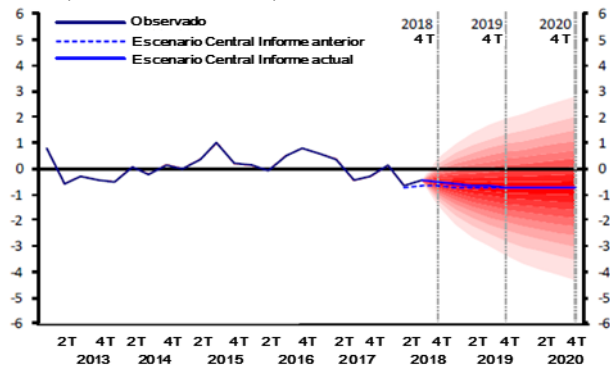
Principales pronósticos Banxico
Informe trimestral anterior (2T18)

| | 2018 | 2019 |
|--------------------------------|-------------------------|-------------------------|
| PIB (%) | 2.0 – 2.6 | 1.8 – 2.8 |
| Empleo (miles) | 670 – 770 | 670 - 770 |
| Balanza comercial (mmd) | -13.4 (1.1% del PIB) | -14.1 (1.1% del PIB) |
| Cuenta corriente (mmd) | -23.7 (1.9% del PIB) | -27.9 (2.1% del PIB) |

Fuente: Banxico

Brecha del producto

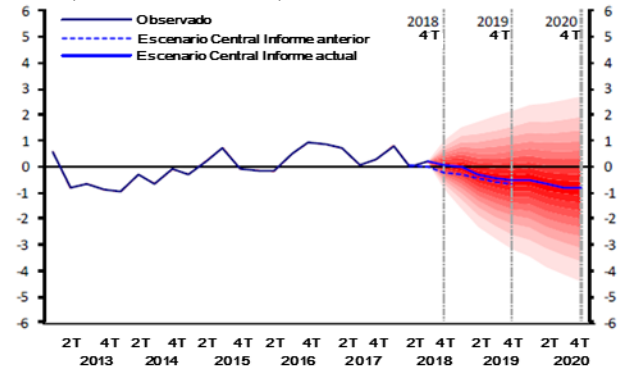
Puntos porcentuales sobre el PIB potencial



Fuente: Banco de México, Informe Trimestral 3T18

Brecha del producto excluyendo sector petrolero

Puntos porcentuales sobre el PIB potencial



Fuente: Banco de México, Informe Trimestral 3T18

Banxico publicó su calendario para 2019, aún ligado a las reuniones de política monetaria del Fed. Todas las reuniones de política monetaria del Banco de México ocurrirán con un retraso máximo de dos semanas respecto a las de su contraparte en EE.UU. (como se observa en la siguiente tabla), en línea con este año donde el rezago máximo fue de tres semanas debido al periodo vacacional de Semana Santa en México. La relativa cercanía en los calendarios es muy relevante dado que ahora todas las reuniones del Fed contarán con una conferencia de prensa por parte de su Presidente, con lo que ahora en todas podría ser más factible un ajuste de política monetaria. Finalmente, el calendario incluyó por primera vez las fechas de publicación de los *Reportes del Sistema Financiero*.

Decisiones de política monetaria

| Mes | Reserva Federal | Banxico |
|------------|-----------------|---------|
| Enero | 30 | -- |
| Febrero | -- | 7 |
| Marzo | 20 | 28 |
| Abril | -- | -- |
| Mayo | 1 | 16 |
| Junio | 19 | 27 |
| Julio | 31 | -- |
| Agosto | -- | 15 |
| Septiembre | 18 | 26 |
| Octubre | 30 | -- |
| Noviembre | -- | 14 |
| Diciembre | 11 | 19 |

Fuente: Banxico, Reserva Federal

Banxico defiende su mandato constitucional y explica las razones detrás de sus decisiones recientes. Incluido en un recuadro de investigación, Banxico elaboró sobre las metas, objetivos y limitaciones en materia de política monetaria. Reafirmaron que, basados en el análisis económico y la evidencia empírica, la política monetaria no tiene un impacto permanente en la tendencia de la actividad económica. En particular, mencionaron que una política monetaria consistentemente laxa no se traduce en un desplazamiento positivo en el producto potencial, sino en mayor inflación.

Dados los costos asociados con el escenario anterior, la mejor contribución del banco central a la economía es enfocar sus esfuerzos en mantener la estabilidad de precios, como su mandato lo establece. En este contexto, también explicaron las razones detrás de sus últimas decisiones (agosto, octubre y noviembre). En las primeras dos, la Junta de Gobierno mantuvo la tasa de referencia sin cambios en 7.75%, considerando que los choques para la inflación eran transitorios y que la holgura en la economía había aumentado. Por el contrario, en noviembre incrementaron la tasa 25pb a 8.00%. Dentro de las razones, destacaron la resistencia de la inflación subyacente para converger al objetivo, permaneciendo en niveles elevados, así como riesgos para la inflación que si bien ya se encontraban sesgados al alza, mostraron un deterioro adicional. También destacaron la posibilidad de políticas económicas que pudieran afectar el proceso de formación de precios de manera estructural. Esta discusión sugiere que Banxico sí toma en cuenta el efecto de la holgura de la economía en su perspectiva inflacionaria, pero que esta última es el factor decisivo para la toma de decisiones, tal como lo establece el mandato constitucional.

Dentro de sus tradicionales recuadros de investigación, Banxico enfatizó el impacto de los precios de los energéticos en la inflación subyacente...

Tomando en cuenta el incremento de 20.6% y 9% en lo que va del año en los precios de la gasolina de bajo octanaje y del gas LP, respectivamente, así como la resistencia de la inflación subyacente para lograr la convergencia al objetivo, el banco central analizó el efecto de los ajustes en los precios de los energéticos sobre este último componente de la inflación. Para el estudio, se identificaron dos componentes de la inflación subyacente, uno que responde significativamente a los energéticos y otro complementario que no lo hace. Esta metodología permitió a Banxico determinar que sí existe un traspaso de los energéticos al componente subyacente, evidenciado por la diferencia estadística entre ambos. Adicionalmente, se realizó un ejercicio en el cual se utilizó un escenario “contra-factual”, que permitió establecer que la convergencia también ha sido afectada por ajustes en otras variables tales como el tipo de cambio y ajustes salariales, ente otras.

... y efectos derivados de la indexación salarial a la inflación. Dentro de este recuadro, el banco central concluyó que la introducción de esquemas de indexación salarial introduce rigideces al mercado laboral, lo cual hace más difícil que la economía pueda hacer frente a choques adversos. Adicionalmente, destacaron que este tipo de medidas incrementa el riesgo de que se presenten espirales inflacionarias, particularmente si la indexación se hace a la inflación realizada y no a las expectativas. Estos efectos negativos fueron ejemplificados por Banxico con un análisis histórico y econométrico para Brasil (con los salarios a finales de los setentas y principios de los ochentas) y en México (con bienes de la canasta básica a finales de los ochentas) cuando este tipo de programas se implementaron, y los cuales tuvieron efectos negativos en ambas economías.

Adicionalmente, Banxico comentó sobre los recientes ajustes a la perspectiva de la calificación crediticia tanto del soberano como de Pemex. Tras los ajustes en la perspectiva crediticia por parte de *HR Ratings* y *Fitch* en octubre, así como los comentarios de *S&P* y *Moody's*, Banxico argumentó que en instancias previas cuando ocurrió esto, el gobierno federal actuó para que la probabilidad de acciones adicionales disminuyera. Esto se evidenció por las acciones tomadas en 2016 y 2017 que resultaron en recortes al gasto para aumentar la confianza de los participantes del mercado. En este sentido, Banxico comentó que “... *El reto de la próxima administración federal será tomar decisiones que conlleven a fortalecer el marco institucional del país y generen certidumbre a todos los participantes de la economía mexicana...*”.

Ahora esperamos que Banxico suba la tasa de referencia 25pb a 8.25% el 20 de diciembre. Nuestra expectativa está fundamentada por: (1) La revisión al alza en los pronósticos de inflación para el corto y mediano plazo, en particular al ubicarse por encima del objetivo de Banxico en todo 2019; (2) la persistencia de los comentarios respecto al panorama más deteriorado para los precios, incluyendo la resistencia de la inflación subyacente para mantener su tendencia a la baja soportada por el estudio que encuentra evidencia de un efecto de traspaso relevante de mayores precios de energéticos; (3) la discusión sobre los riesgos al proceso de formación de precios en el corto y mediano plazo; y (4) el entorno altamente incierto, tanto por factores externos como internos. Pasando a 2019, consideramos que Banxico continuará renuente de seguir subiendo la tasa de referencia ya que la tasa real de interés ex-ante se encuentra en terreno restrictivo, la nueva administración se ha comprometido a mantener fuertes fundamentales macroeconómicos y el banco central espera que la holgura de la economía aumente. Sin embargo, reconocemos que los riesgos continúan sesgados al alza en términos de la tasa de referencia terminal del ciclo.

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

Banxico reafirmó su sesgo *hawkish*, dando soporte a nuestra visión negativa en Bonos M y argumentando a favor de nuestra idea de inversión en instrumentos a tasa revisable. El Reporte Trimestral de Banxico reflejó un sesgo *hawkish*, similar a su reciente anuncio de política monetaria. El banco central resaltó un número de vientos en contra para el tipo de cambio y la inflación, sugiriendo que podrían ser requeridas alzas adicionales debido a los riesgos asociados a la convergencia de la inflación al objetivo. La reacción del mercado fue modesta, con una curva de rendimientos que ya descuenta condiciones monetarias más restrictivas hacia delante, con cerca de 100% de probabilidad implícita para un alza de 25pb el siguiente mes y +64pb de alzas acumuladas en un horizonte de 6 meses. La tasa *forward* de 5 años continúa reflejando una tendencia ascendente, operando hoy sobre 9.86% (+6pb) como resultado de una mayor prima de riesgo. En conclusión, la publicación da soporte a nuestra visión negativa en Bonos M y argumenta a favor de nuestra idea de inversión en instrumentos a tasa revisable. En el mercado cambiario, la aseveración negativa sobre las condiciones actuales también beneficia nuestra recomendación de largos de USD. Para más detalles ver: “*Perspectiva Semanal de Renta Fija y Tipo de Cambio*”, <[pdf](#)>, publicado el 26 de noviembre.

Certificación de los Analistas.

Nosotros, Gabriel Casillas Olivera, 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 |
|-----------------|--|
| 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 |
| 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.rozco.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 | Analista 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 |