

## La Semana en EE.UU.

**Estimamos un alza de 25pb en una difícil decisión para el Fed**

17 de marzo 2023

**Semana en Cifras.** En los próximos días no hay cifras económicas que comentar.

www.banorte.com  
@ analisis\_fundam

**Lo Destacado sobre Política Monetaria.** La semana pasada, Powell compareció ante el Congreso para presentar el *Informe Semestral de Política Monetaria*. Explicó que el banco central está preparado para acelerar nuevamente el ritmo de alza en tasas si la totalidad de los datos así lo justifican. Esto generó una mayor especulación sobre la probabilidad de un alza de 50pb en la reunión del FOMC del 22 de marzo. Sin embargo, desde el viernes 10 de marzo, [la quiebra de SVB](#) y su incautación por parte de los reguladores, lo que ha desatado una fuerte oleada de volatilidad en los mercados financieros y dudas sobre la salud del sistema financiero global, ha generado el cuestionamiento de qué tan dispuesto estará el Fed en seguir apretando la política monetaria. Nuestro caso base es que podrá controlarse la situación, permitiendo al Fed continuar con el ciclo restrictivo. En este contexto, mantenemos nuestra expectativa de un alza de 25pb la próxima semana. Sin embargo, es posible que dejen la puerta abierta a una posible pausa en el ciclo restrictivo, en caso de ser necesario.

Katia Celina Goya Ostos  
Director Economía Internacional  
katia.goya@banorte.com

Luis Leopoldo López Salinas  
Gerente Economía Internacional  
luis.lopez.salinas@banorte.com

**Agenda Política.** El presidente Biden anunció una serie de pasos diseñados para mejorar la aplicación de las leyes de armas existentes. El año pasado, cuando los Demócratas controlaban tanto la Cámara como el Senado, el Congreso aprobó la primera ley de control de armas a nivel nacional en 30 años, implementando cambios para mejorar el sistema nacional de verificación de antecedentes para los compradores menores de 21 años, entre otras cosas. Biden ha prometido buscar la aprobación de una nueva prohibición de armas, aunque se enfrenta a una serie de adversidades. En este sentido, el presidente y sus partidarios han reconocido que la posibilidad de que suceda es muy baja ante un Congreso profundamente dividido sobre cómo enfrentar este tema.

**Política Exterior y Comercial.** A pesar de que Biden está dejando la puerta abierta para retomar el diálogo, China parece no estar lista todavía. La semana pasada, el presidente Xi Jinping realizó críticas públicas más agudas y directas contra EE.UU., diciendo que el país y sus aliados occidentales han implementado contención, cerco y represión general contra ellos. En esta misma línea, el banco central de China (PBoC) hizo eco de la advertencia del presidente de que EE.UU. busca suprimir la economía asiática. Esto sugiere que el banco central podría estar buscando formas de protegerse contra posibles sanciones adicionales.

**¿Qué llamó nuestra atención esta semana?** El economista Nouriel Roubini (quien predijo la crisis del 2008) dio una entrevista a *Newsweek*. Considera que el colapso de SVB tiene riesgos de un contagio global. Tras sus comentarios a mediados de la semana, quedó claro que la crisis no se limitará a EE.UU. Las acciones de Credit Suisse cayeron profundamente después de que su principal accionista declarara que no incrementaría su participación en caso de que la institución busque mayores recursos. Más tarde, los temores disminuyeron después de que el banco central de Suiza le extendió una línea de crédito.

Documento destinado al público en general

## Semana en Cifras

Calendario Semanal: Estados Unidos  
Semana del 20 al 24 de marzo

Día	Hora	Indicador	Periodo	Unidad	Banorte	Consenso	Previo
Miércoles 22	12:00	Decisión de política monetaria (FOMC) rango superior		%	5.00	5.00	4.75
Miércoles 22	12:00	Decisión de política monetaria (FOMC) rango inferior		%	4.75	4.75	4.50
Jueves 23	06:30	Solicitudes de seguro por desempleo	18 mar.	miles	195	199	192
Viernes 24	06:30	Órdenes de bienes duraderos	feb (P)	%	--	1.5	-4.5
Viernes 24	07:45	PMI manufacturero	mar (P)	índice	47.1	47.3	47.3
Viernes 24	07:45	PMI servicios	mar (P)	índice	--	50.2	50.6
Viernes 24	07:45	PMI compuesto	mar (P)	índice	--	--	50.1

Fuente: Banorte con datos de Bloomberg

En los próximos días no hay cifras económicas que comentar.

### Lo Destacado Sobre Política Monetaria

La semana pasada, Powell compareció ante el Congreso para presentar el *Informe Semestral de Política Monetaria*. Explicó que el banco central está preparado para acelerar nuevamente el ritmo de alza en tasas si la totalidad de los datos así lo justifican. Esto generó una mayor especulación sobre la probabilidad de un alza de 50pb en la reunión del FOMC del 22 de marzo. En particular, los mercados empezaron a descontar la posibilidad de aumentos acumulados de poco más de 100pb en la *Fed funds* hacia mediados del año. Sin embargo, desde el viernes 10 de marzo, [la quiebra de SVB](#) y su incautación por parte de los reguladores, lo que ha desatado una fuerte oleada de volatilidad en los mercados financieros y dudas sobre la salud del sistema financiero global, ha generado el cuestionamiento de qué tan dispuesto estará el Fed en seguir apretando la política monetaria. De hecho, los mercados ahora están incorporando una situación en la cual no están convencidos de si el Fed mantendrá sin cambios o subirá su tasa solamente en 25pb. Más aún, los niveles de cotización de algunos instrumentos financieros implican que podría recortarla en la segunda mitad de 2023.

En este contexto, consideramos que existen dos principales vertientes para evaluar la posible decisión. En primer lugar, consideramos que el reporte [del mercado laboral](#) y el de [inflación de febrero](#), ambos publicados después de los comentarios de Powell, fueron suficientemente fuertes para justificar que es necesario que continúe el ciclo restrictivo. No obstante, no creemos que respalden una aceleración a un ritmo de 50pb. La creación de plazas sigue a un ritmo sólido y superando las expectativas, mientras que la tasa de desempleo subió de 3.4% a 3.6%. Mientras tanto, la inflación bajó de 6.4% a/a a 6.0%, aunque la subyacente sorprendió al alza al disminuir solamente de 5.6% a 5.5%. Los precios de los servicios siguieron mostrando presiones, con la variación anual acelerándose a 7.3%. Por lo tanto, la tarea en el frente inflacionario no está completa todavía.

La segunda vertiente es que mayores incrementos de hecho podrían *exacerbar* los problemas financieros que estamos viendo en este momento en algunos bancos de EE.UU. (y a nivel global), así como la volatilidad de los mercados financieros. En nuestra opinión, esto es lo que explica por qué los inversionistas están apostando a posibles recortes de la tasa *Fed funds* en la segunda mitad de 2023.

Por lo tanto, el Fed se encuentra en una situación más retadora, enfrentando un ‘dilema’ en el cual las consideraciones sobre la estabilidad financiera podrían ser suficientes y preponderantes (al menos por ahora) para no continuar con el ciclo. Sin embargo, decidir en este sentido podría significar que estarían más lejos de cumplir su objetivo de inflación. Este último escenario no es necesariamente cierto ya que los problemas bancarios actuales (en conjunto con su impacto en los precios de los activos) han resultado en un apretamiento de las condiciones financieras. Esto es precisamente lo que el banco central ha buscado con el aumento de tasas. Si bien sí ha sucedido, se explica por “razones incorrectas” (inestabilidad, fuertes caídas del mercado accionario, mayor riesgo de crédito, entre otros). Además, la expectativa de mayor regulación tras la quiebra de SVB, *Signature Bank* y *Silvergate* (y presiones en *Credit Suisse*) también podría resultar en condiciones de oferta de crédito más estrictas por parte del resto de las instituciones, lo que a su vez afectaría al dinamismo económico y, por ende, a las perspectivas de inflación del lado de la demanda. En consecuencia, lo sucedido desde la semana pasada inclusive podría *más que compensar* por la fortaleza económica y la reducción más lenta de lo anticipado de la inflación. A su vez, esto abriría la puerta a la posibilidad de que sea necesario un ciclo alcista más moderado de lo anticipado previamente.

Nuestro caso base es que podrán controlarse los riesgos del sistema bancario a través de medidas de liquidez y regulatorias, entre otras. Esto permitiría al Fed continuar con el ciclo restrictivo. Además, consideramos que pausar en estos momentos podría ser más contraproducente dados los niveles actuales de inflación ya que pondría en alto riesgo la credibilidad del banco central. En este contexto, mantenemos nuestra expectativa de un alza de 25pb la próxima semana. Sin embargo, es probable que dejen la puerta abierta a una posible pausa en el ciclo restrictivo, en caso de ser necesario. En nuestra opinión, es muy importante advertir la necesidad de ser muy cautelosos ya que los problemas de contagio en el sistema bancario son inherentemente peligrosos, inciertos y difíciles de contener, manteniendo latente el riesgo de que se puedan desencadenar problemas de manera súbita y acelerada más adelante.

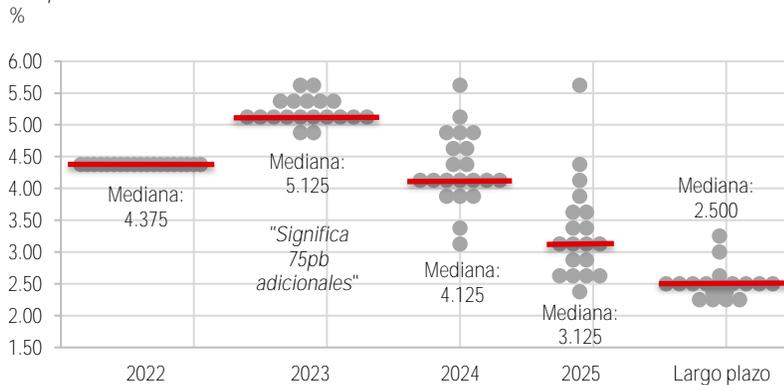
Por último, es importante también considerar que en esta reunión podríamos tener la actualización del escenario macroeconómico de la institución y el famoso *dot plot*. Sobre el primero, creemos que podría haber un ligero ajuste al alza en el estimado del PIB para este año, mientras que no vemos cambios en las proyecciones de inflación. Sobre el segundo, la fuerte incertidumbre sugiere mayor cautela. En particular, recordamos que en marzo de 2020 el Fed no actualizó sus estimados debido a las dificultades de pronosticar por el choque del COVID-19. Aunque creemos que no es deseable, no descartamos que hagan algo similar. Si no es el caso y sí dan una actualización, será muy importante ver la opinión de los miembros sobre el nivel de la tasa a finales del año. Especialmente, en un contexto en el cual, como ya mencionamos, los mercados apuestan a potenciales recortes de la *Fed funds* hacia el 2S23 a pesar de que la inflación no ha alcanzado su objetivo todavía.

Fed: Estimados macroeconómicos – diciembre 2022\*

Variable	Mediana				Largo plazo	Tendencia central				Largo plazo
	2022	2023	2024	2025		2022	2023	2024		
PIB	0.5	0.5	1.6	1.8	1.8	0.4 - 0.5	0.4 - 1.0	1.3 - 2.0	1.6 - 2.0	1.7 - 2.0
Septiembre	0.2	1.2	1.7	1.8	1.8	0.1 - 0.3	0.5 - 1.5	1.4 - 2.0	1.6 - 2.0	1.7 - 2.0
Desempleo	3.7	4.6	4.6	4.5	4.0	3.7	4.4 - 4.7	4.3 - 4.8	4.0 - 4.7	3.8 - 4.3
Septiembre	3.8	4.4	4.4	4.3	4.0	3.8 - 3.9	4.1 - 4.5	4.0 - 4.6	4.0 - 4.5	3.8 - 4.3
Inflación PCE	5.6	3.1	2.5	2.1	2.0	5.6 - 5.8	2.9 - 3.5	2.3 - 2.7	2.0 - 2.2	2.0
Septiembre	5.4	2.8	2.3	2.0	2.0	5.3 - 5.7	2.6 - 3.5	2.1 - 2.6	2.0 - 2.2	2.0
Inflación subyacente PCE	4.8	3.5	2.5	2.1		4.7 - 4.8	3.2 - 3.7	2.3 - 2.7	2.0 - 2.2	
Septiembre	4.5	3.1	2.3	2.1		4.4 - 4.6	3.0 - 3.4	2.2 - 2.5	2.0 - 2.2	

\*Nota: las cifras en rojo significan que bajaron, en verde que aumentaron y en negro que permanecieron igual respecto a las proyecciones previas  
Fuente: Banorte con datos de la Reserva Federal

Dot plot: diciembre 2022



Fuente: Banorte con datos de la Reserva Federal

Con todo esto en mente, consideramos que la decisión podría ser la más difícil hasta ahora dentro del ciclo alcista que inició hace exactamente un año. Por último, la información que sea o no publicada definitivamente será de mucho interés para contar con la primera visión consolidada de la institución tras los eventos recientes y cómo podría afectar a la política monetaria hacia delante.

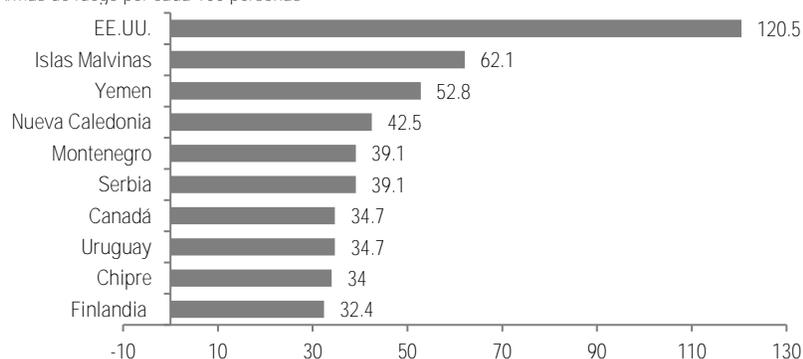
## Agenda Política

El presidente Biden anunció una serie de pasos diseñados para mejorar la aplicación de las leyes de armas existentes durante un viaje a Monterey Park, California, el sitio donde ocurrió un tiroteo masivo a inicios del año. En los casi nueve meses desde que el presidente Biden promulgó una serie de medidas de seguridad de armas, las cifras de estadounidenses muertos o heridos en tiroteos masivos ha aumentado de forma alarmante. El año pasado, cuando los Demócratas controlaban tanto la Cámara como el Senado, el Congreso aprobó la primera ley de control de armas a nivel nacional en 30 años, implementando cambios para mejorar el sistema nacional de verificación de antecedentes para los compradores menores de 21 años, entre otras cosas. Biden ha prometido buscar la aprobación de una nueva prohibición de armas, aunque se enfrenta a una serie de adversidades. En este sentido, el presidente y sus partidarios han reconocido que la posibilidad de que suceda es muy baja ante un Congreso profundamente dividido sobre cómo enfrentar este tema.

La nueva orden ejecutiva anunciada esta semana está destinada a aumentar la verificación de antecedentes para la compra de armas. Biden enmarcó la orden como una solución provisional. En particular, encarga a la *Comisión Federal de Comercio* la compilación de un informe que examinará las campañas de *marketing* de los fabricantes de armas de fuego dirigidas a menores. El presidente ha pedido al Congreso que prohíba todas las ventas de armas de asalto en el país y apruebe la verificación universal de antecedentes, medidas a las que se oponen la mayoría de los Republicanos.

Según el *Gun Violence Archive*, en 2022 las armas de fuego estuvieron implicadas en la muerte de 44,327 personas en EE.UU., por cualquier motivo (homicidio, suicidio, tiroteo masivo o accidente). EE.UU. lidera el número de posesión de armas por cada 100 habitantes (ver gráfica abajo). En este contexto, este tema puede ser clave para los niveles de popularidad del actual presidente.

Los 10 países con mayor posesión de armas\*  
Armas de fuego por cada 100 personas



\* Nota: Solo se cuentan las armas de fuego en posesión de civiles  
Fuente: Banorte con datos de *World Population Review*

## Política Exterior y Comercial

Este lunes el presidente Biden se pronunció a favor de hablar con su homólogo chino Xi Jinping lo antes posible en busca de revivir los esfuerzos para reforzar las líneas de comunicación y disminuir las tensiones en la relación bilateral. Una llamada sería el esfuerzo más visible hasta ahora para superar el último estallido de tensiones, provocado a finales de enero por un globo espía chino que flotaba sobre sitios militares estadounidenses sensibles en varios estados antes de que un avión de combate lo derribara frente a la costa de Carolina del Sur. Desde hace varios meses, la administración de Biden ha ampliado las restricciones a la exportación para frenar el acceso de las empresas chinas a la tecnología estadounidense, al tiempo que ha reunido a aliados como Japón y los Países Bajos para restringir las exportaciones de algunas máquinas de fabricación de chips a China.

A pesar de que Biden está dejando la puerta abierta para retomar el dialogo, China parece no estar lista todavía. La semana pasada, el presidente Xi Jinping realizó críticas públicas más agudas y directas contra EE.UU., diciendo que el país y sus aliados occidentales han implementado contención, cerco y represión general contra ellos.

En esta misma línea, el banco central de China (PBoC) hizo eco de la advertencia del presidente de que EE.UU. busca suprimir la economía asiática. Esto sugiere que el banco central podría estar buscando formas de protegerse contra posibles sanciones adicionales. El PBOC no dio más detalles sobre las medidas que podría tomar para proteger a la economía de la "contención" estadounidense. Algunas de las posibles acciones incluyen aumentar el apoyo financiero para las empresas de tecnología, fortalecer el sistema de pago transfronterizo de China (conocido como CIPS) y diversificar las tenencias de divisas extranjeras que hoy alcanzan los US\$3 billones.

A pesar de las intenciones abiertas de Biden para retomar la comunicación con China, las estrategias en el frente militar también están generando una creciente preocupación. En concreto, el lunes pasado Biden se reunió en San Diego con el primer ministro británico, Rishi Sunak y el primer ministro australiano, Anthony Albanese, para el lanzamiento de un programa de submarinos de propulsión nuclear. Como parte del enfoque de Biden de fortalecer los lazos de la alianza en el Indo-Pacífico, EE.UU. venderá hasta cinco submarinos a Australia en la década de 2030. La producción de estos submarinos luego se trasladaría a Gran Bretaña y Australia, mismos que incorporarían la tecnología estadounidense en un nuevo diseño. Se proyecta que esos submarinos ingresen a la flota australiana en la década de 2040. En respuesta, Moscú se unió a Pekín en la crítica de que el plan para acelerar la venta de tecnología y submarinos de propulsión nuclear es provocativo y desestabilizador. Ambos rivales de EE.UU. expresaron su preocupación de que el acuerdo aumenta el riesgo de una mayor proliferación de armas.

### **¿Qué llamó nuestra atención esta semana?**

Desde el viernes 10 de marzo, los problemas de inestabilidad financiera en el sistema bancario de EE.UU. han estado generando un creciente nerviosismo en los mercados financieros globales. En particular, [\*Silicon Valley Bank \(SVB\)\*](#) –el banco número 16 en el país por monto de activos– y el *Signature Bank* en Nueva York sufrieron una ‘corrida bancaria’, llevando a las autoridades a encargarse de las instituciones para proteger a sus depositantes. Esto ha resultado en un fuerte brote de volatilidad e incertidumbre, con los inversionistas temiendo una contaminación (efecto de contagio) a otras instituciones del sistema financiero. En particular, se considera que las mayores vulnerabilidades podrían estar en bancos locales y regionales. Además de esto, el choque que se ha generado podría: (1) Aumentar los riesgos de una recesión; y (2) ha puesto en duda lo que ocurrirá con los ciclos restrictivos de política monetaria, especialmente en EE.UU.

En este contexto nos llamó la atención una entrevista que dio el economista Nouriel Roubini (quien predijo la crisis del 2008 y se ganó el sobrenombre de *Dr. Doom*) a *Newsweek* el 13 de marzo pasado. Fue el asesor principal del subsecretario de Asuntos Internacionales del Departamento del Tesoro, Timothy Geithner, durante la administración de Obama.

Considera que el colapso de SVB tiene riesgos de un contagio global. Dijo que hay “...*al menos una institución financiera en Europa que históricamente ha estado descapitalizada y ha tenido problemas para recapitalizarse, podría tener algunos activos malos, algunas exposiciones a valores a largo plazo y pérdidas no realizadas...*”. Si algo sucediera con “esta institución” eso sería mucho más importante desde el punto de vista sistémico.

Sus comentarios hechos el lunes, dan la impresión de estar perfectamente alineados con lo que sucedió el miércoles, dejando claro que la crisis no se limitará solamente a EE.UU. Ese día, las acciones de Credit Suisse cayeron profundamente después de que su principal accionista declarara que no incrementaría su participación en caso de que la institución busque mayores recursos. Más tarde, los temores disminuyeron después de que el banco central de Suiza le extendió una línea de crédito, aunque los riesgos para esta y otras instituciones parecen estar latentes. A diferencia de *Silicon Valley Bank* y *Signature Bank*, la institución está considerada como sistémicamente importante de acuerdo con el Consejo de Estabilidad Financiera de EE.UU. Esto significa que un colapso tiene el potencial de desembocar en una crisis financiera. El mes pasado Credit Suisse informó que sus activos en custodia ascendían a casi 1.3 billones de francos suizos, o el equivalente a US\$1.4 billones. Esto representa casi el 10% de los US\$14.5 billones del tamaño de la economía de la Eurozona.

En medio de este escenario se especuló mucho sobre lo que haría el ECB en su reunión de política monetaria del pasado jueves. En línea con lo estimado por el consenso, pero no por el mercado, el ECB elevó nuevamente las tasas en 50pb. El tono del comunicado y la conferencia de Lagarde fueron *hawkish*. No obstante, quedó en claro el dilema que enfrentan entre la estabilidad financiera y de precios. A diferencia de la reunión previa, no dieron señales del próximo movimiento en tasas. Esto les otorga toda la flexibilidad posible ante la coyuntura actual. Consideramos que quedó claro que están preocupados y monitoreando muy de cerca las tensiones en los mercados financieros. No obstante, hasta ahora no parece haber un cambio de planes respecto a la situación previa. En ese sentido, creemos que la primera línea de acción sería aumentar las facilidades de liquidez para evitar corridas bancarias, en vez de modificar la postura monetaria de manera generalizada. Sin embargo, la incertidumbre es muy elevada y la dinámica bien podría empeorar (o mejorar) con mucha rapidez. En este sentido, creemos que los bancos centrales se están enfrentando en estos momentos al dilema de luchar simultáneamente contra dos problemas: inestabilidad financiera y alta inflación. La pregunta es si las autoridades monetarias usarán sólo las herramientas de préstamos de emergencia y/o facilidades de liquidez para luchar contra el primero y poder seguir elevando las tasas de interés; o mantener las tasas en niveles más altas para luchar contra la segunda. La pregunta que queda sobre la mesa es si el enfoque de la política monetaria debe ser combatir el primer problema, de lo que también depende, en parte, su credibilidad para cumplir con sus objetivos de inflación.

Nuestro escenario base es que el ECB continúe con el ciclo de alza en tasas, pero a un menor ritmo, con dos alzas más de 25pb cada una en las reuniones de mayo y junio. Sin embargo, una complicación de la situación del sistema bancario actual podría llevar a la finalización (donde la gran pregunta sería si es prematuro o no) del ciclo alcista.

## Glosario de términos y anglicismos

- **ABS:** Acrónimo en inglés de *Asset Backed Securities*. Son instrumentos financieros, típicamente de renta fija, que están respaldados por los flujos de efectivo generados por los ingresos futuros de una serie de activos, típicamente otros créditos, préstamos, arrendamientos y cuentas por cobrar, entre otros.
- **Backtest:** Se refiere a los métodos estadísticos que tienen el objetivo de evaluar la precisión de un modelo de predicción con base en cifras históricas.
- **Backwardation:** Situación en la cual el precio actual de un activo financiero está por encima de los precios a los que se cotiza el mismo subyacente en los mercados de futuros.
- **Bbl:** Abreviación de “barril”, medida estándar de cotización del petróleo en los mercados financieros.
- **Belly:** En los mercados de renta fija, se refiere a los instrumentos que se encuentran en la “sección media” de la curva de rendimientos, típicamente aquellos con vencimientos mayores a 2 años y por debajo de 10 años.
- **Benchmark(s):** Punto de referencia respecto al cual se compara y evalúa una medida. En teoría de portafolios, se refiere al estándar establecido bajo el cual una estrategia de inversión es comparada para evaluar su desempeño.
- **Black Friday:** Día enfocado a ventas especiales y descuentos en Estados Unidos de América, que ocurre el viernes posterior al jueves de Acción de Gracias.
- **BoE:** Acrónimo en inglés de *Bank of England* (Banco de Inglaterra), la autoridad monetaria del Reino Unido.
- **Breakeven(s):** Nivel de inflación esperada en un plazo determinado que sería necesario para obtener el mismo rendimiento al invertir en un instrumento de renta fija denominado en tasa nominal o real.
- **Carry:** Estrategia basada en pedir recursos prestados a una tasa de interés baja para invertir lo obtenido en un activo financiero con un mayor rendimiento esperado. Puede también referirse al rendimiento o pérdida obtenida bajo el supuesto de que los precios de los activos se mantienen constantes al nivel actual durante el horizonte de inversión.
- **Commodities:** También conocidos como materias primas. Son bienes que son intercambiados en los mercados financieros. Típicamente, se dividen en tres grandes categorías: agrícolas y pecuarios, energéticos y metales.
- **Contango:** Situación en la cual el precio actual de un activo financiero está por debajo de los precios a los que se cotiza el mismo subyacente en los mercados de futuros.
- **CPI - Consumer Price Index:** se refiere al índice de inflación al consumidor.
- **CPI Core – Consumer Price Index Subyacente:** se refiere al índice de inflación al consumidor excluyendo alimentos y energía.
- **Death cross:** En el análisis técnico, la dinámica en la cual el promedio móvil de 50 días del precio de un activo perfora a la baja al promedio móvil de 200 días.
- **Default:** Impago de la deuda.
- **Dovish:** El sesgo de un banquero central hacia el relajamiento de la política monetaria, comúnmente expresando una preferencia por reducir las tasas de interés y/o incrementar la liquidez en el sistema financiero.
- **Dummy:** En el análisis de regresión, variable que puede tomar un valor de cero o uno y que se utiliza para representar factores que son de una naturaleza binaria, *e.g.* que son observados o no.
- **EBITDA:** Acrónimo en inglés de *Earnings Before Interest and Taxes, Depreciation and Amortization*. En contabilidad, ganancias de operación antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización.
- **ECB:** Acrónimo en inglés del *European Central Bank* (Banco Central Europeo), la autoridad monetaria de la Eurozona.

- **EIA:** Acrónimo en inglés del *Energy Information Administration* (Administración de Información Energética), dependencia de EE.UU. encargada de recolectar, analizar y diseminar información independiente e imparcial sobre los mercados energéticos.
- **Fed funds:** Tasa de interés de fondos federales, que es aquella bajo la cual las instituciones depositarias privadas en EE.UU. prestan dinero depositado en el banco de la Reserva Federal a otras instituciones depositarias, típicamente por un plazo de un día. Esta tasa es el principal instrumento de política monetaria del Fed.
- **FF:** Acrónimo en inglés de *Future Flow*. Son instrumentos financieros donde los pagos provienen únicamente de los flujos o aportaciones de alguna fuente de ingresos de operación –como lo pueden ser peajes de autopistas, partidas federales, impuestos u otros–, por lo que el riesgo está en función del desempeño de dichos flujos. Los activos que generan estos ingresos futuros no forman parte del respaldo para el pago de las emisiones.
- **FOMC:** Acrónimo en inglés del *Federal Open Market Committee*, que es el Comité de Mercado Abierto del Banco de la Reserva Federal. Es el comité que toma la decisión de política monetaria en Estados Unidos.
- **Friendshoring:** Proceso de relocalización de la producción de un bien o servicio por parte de una empresa hacia países que se consideran más afines en términos culturales, políticos y/o económicos al país de origen.
- **FV:** Acrónimo en inglés que significa *Firm Value*. El valor de la compañía se calcula mediante el producto del total de las acciones en circulación por el precio de la acción más la deuda con costo menos el efectivo disponible.
- **Fwd:** Abreviación de ‘forward’. En el mercado accionario se refiere a la proyección de una variable, comúnmente la utilidad neta, que se espera que una compañía produzca en los próximos cuatro trimestres.
- **Golden cross:** En el análisis técnico, la dinámica en la cual el promedio móvil de 50 días del precio de un activo rompe al alza al promedio móvil de 200 días.
- **Hawkish:** El sesgo de un banquero central hacia el apretamiento de la política monetaria, comúnmente expresando una preferencia por aumentar las tasas de interés y/o reducir la liquidez en el sistema financiero.
- **ML:** Acrónimo en inglés de *Machine Learning* (Aprendizaje Automático), la subrama dentro del área de la Inteligencia Artificial que tiene el objetivo de construir algoritmos que generen aprendizaje a partir de los datos.
- **NLP:** Acrónimo en inglés de *Natural Language Processing* (Procesamiento de Lenguaje Natural), la subrama de la ciencia computacional que tiene el objetivo de que las computadoras procesen y “entiendan” el lenguaje humano en texto.
- **Nearshoring:** Proceso de relocalización de la producción de un bien o servicio por parte de una empresa hacia países o regiones más cercanas a los centros de consumo final.
- **Nowcasting:** Modelos estadísticos que buscan predecir el estado de la economía ya sea en tiempo real y/o sobre el futuro o pasado muy cercano de un indicador económico determinado.
- **PADD3:** Acrónimo en inglés del *Petroleum Administration for Defense Districts* (PADD), que son agregaciones geográficas en EE.UU. en 5 distritos que permiten el análisis regional de la oferta y movimientos de productos de petróleo en dicho país. El distrito número 3 corresponde al Golfo y abarca los estados de Alabama, Arkansas, Luisiana, Mississippi, Nuevo México y Texas.
- **Proxy:** Variable que aproxima el comportamiento de otra variable o indicador económico.
- **Rally:** En finanzas se refiere al momento en que se observan ganancias en activos.
- **Reshoring:** Proceso de relocalización de la producción de un bien o servicio por parte de una empresa de regreso hacia su país de origen.
- **Swap:** Acuerdo financiero en la cual dos partes se comprometen a intercambiar flujos de efectivo con una frecuencia determinada y fija por un periodo determinado.
- **Treasuries:** Bonos del Tesoro de Estados Unidos de América.

## 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, José De Jesús Ramírez Martínez, Gerardo Daniel Valle Trujillo, Luis Leopoldo López Salinas, Isaías Rodríguez Sobrino, Paola Soto Leal, Daniel Sebastián Sosa Aguilar y Andrea Muñoz Sánchez 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, ni 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.

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

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 múltiples, 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 Financiero**

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

**Análisis Económico**

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
Katia Celina Goya Ostos	Director Economía Internacional	katia.goya@banorte.com	(55) 1670 - 1821
Yazmin 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

**Estrategia de Mercados**

Manuel Jiménez Zaldivar	Director Estrategia de Mercados	manuel.jimenez@banorte.com	(55) 5268 - 1671
-------------------------	---------------------------------	----------------------------	------------------

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

Leslie Thalía Orozco Vélez	Subdirector Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	leslie.orozco.velez@banorte.com	(55) 5268 - 1698
Isaías Rodríguez Sobrino	Gerente Renta Fija, Tipo de Cambio y Commodities	isaias.rodriguez.sobrino@banorte.com	(55) 1670 - 2144

**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
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	Gerente Análisis Bursátil	paola.soto.leal@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 1746

**Análisis Deuda Corporativa**

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

**Análisis Cuantitativo**

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
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
Andrea Muñoz Sánchez	Analista Análisis Cuantitativo	andrea.munoz.sanchez@banorte.com	(55) 1103 - 4000

**Banca Mayorista**

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.cebaldos@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