

## La Semana en Estados Unidos

**Semana en Cifras.** Lo más relevante será el reporte de gasto e ingreso personal de abril, con la atención en los deflatores de precios. Estimamos un avance de +0.1% m/m tanto en el PCE como en el PCE subyacente, con la variación anual en 2.2% y 2.5%, en el mismo orden.

**Lo Destacado sobre Política Monetaria.** La atención estará en las minutas de [la última reunión del FOMC](#). No esperamos un impacto en los mercados ya que la comunicación del banco central en dicha junta, y tras ella, ha sido muy clara: actuarán con cautela. No ven espacio para tomar una acción al menos en junio y probablemente tampoco en julio, ya que esperarán a tener más información. Mantenemos nuestra expectativa de dos recortes en tasas de 25pb este año, uno en septiembre y otro en diciembre. En tanto, los mercados asignan probabilidades muy reducidas a bajas en junio y julio y no descuentan al 100% una en septiembre. Pero para el cierre del año si ven un acumulado de -50pb.

**Agenda Política.** La Cámara de Representantes aprobó la propuesta de ley fiscal. Ahora el paquete pasará al Senado donde se están considerando cambios importantes. Si los senadores enmiendan la legislación, la Cámara Baja tendría que votar nuevamente o pasarla a un Comité. El proceso de reconciliación permite que el Senado apruebe el plan con mayoría simple. Pero aún debe de sobrevivir a la Regla *Byrd*, que impide que los legisladores incorporen disposiciones no presupuestarias. En nuestra opinión, esto sugiere que el proceso será largo. Según el Servicio de Investigación del Congreso, el tiempo promedio entre la adopción de una resolución presupuestaria y la promulgación de los proyectos de ley de reconciliación que se han aprobado desde 1980 es de 152 días. Tomando como base el 22 de mayo, la fecha sería el 21 de octubre. Sin embargo, recordemos que el Tesoro estimó que en agosto el gobierno se quedaría sin recursos suficientes para cumplir con sus obligaciones si no cuenta con el permiso del Congreso para continuar endeudándose. El alza del techo de endeudamiento forma parte de las negociaciones que se están realizando alrededor del plan fiscal.

**Política Exterior y Comercial.** Trump ha dicho que sus socios comerciales deben absorber costos que hasta ahora han recaído sobre los estadounidenses. Esta es parte de la retórica detrás de su decisión de implementar aranceles. Sin embargo, las cifras no necesariamente respaldan este argumento. Analizamos el desempeño de los precios de las importaciones de EE. UU. con base en el indicador del *BLS (Bureau of Labor Statistics)*. La conclusión es que, hasta ahora, los importadores estadounidenses han absorbido, en gran medida, la carga de los aranceles.

**¿Qué llamó nuestra atención esta semana?** En medio de la discusión del paquete fiscal, Moody's bajó la calificación de la deuda soberana de EE. UU. a Aa1 desde Aaa y cambió la perspectiva de Negativa a Estable. La agencia espera que el déficit fiscal alcance 9% del PIB hacia 2035, mayor al 6.4% de 2024. Con base en sus proyecciones, la carga de la deuda federal subiría aproximadamente a 134% del PIB para 2035, en comparación con el 98% registrado al cierre del año pasado. Cabe mencionar que las rebajas de la calificación crediticia del gobierno estadounidense han perdido relevancia después de que S&P lo hizo el 5 de agosto de 2011. Esto quedó claro cuando Fitch tomó la misma acción el 1 de agosto del 2023, cuando el impacto en los mercados fue mínimo. En los últimos días, el rendimiento de los bonos del Tesoro a 30 años ha superado el nivel psicológico de 5%, importante ya que solo ha sucedido en un número limitado de ocasiones durante las últimas dos décadas. Sin embargo, esto no necesariamente se debe a la baja en la calificación, al menos directamente. Más bien, creemos que es probable que se deba al plan fiscal de Trump.



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



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



[@analisis\\_fundam](http://www.banorte.com/analisiseconomico)

Documento destinado al público en general

## Semana en Cifras

### Calendario Semanal: Estados Unidos

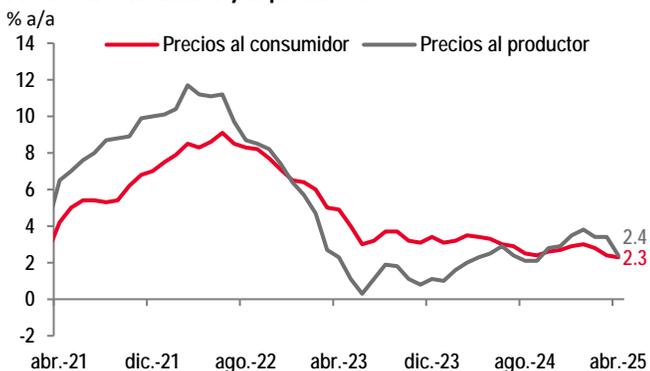
Semana del 26 al 30 de mayo

Día	Hora	Indicador	Período	Unidad	Banorte	Consenso	Previo
Martes 27	06:30	Órdenes de bienes duraderos	abr (P)	%	--	-8.0	7.5
Martes 27	08:00	Confianza del consumidor	may	índice	85.5	87.0	86.0
Miércoles 28	12:00	Minutas del FOMC					
Jueves 29	06:30	Producto interno bruto	1T25 (R)*	%	-0.4	-0.3	-0.3
Jueves 29	06:30	Consumo personal	1T25 (R)*	%	--	1.6	1.8
Jueves 29	06:30	Solicitudes de seguro por desempleo	24 may.	miles	225	229	227
Jueves 29	08:00	Venta de casas pendientes	abr	%m/m	--	-1.0	6.1
Viernes 30	06:30	Ingreso personal	abr	%m/m	--	0.3	0.5
Viernes 30	06:30	Gasto de consumo	abr	%m/m	--	0.2	0.7
Viernes 30	06:30	Gasto de consumo personal (real)	abr	%m/m	--	0.0	0.7
Viernes 30	06:30	Deflactor del PCE	abr	%m/m	0.1	0.1	0.0
Viernes 30	06:30	Deflactor subyacente del PCE	abr	%m/m	0.1	0.1	0.0
Viernes 30	06:30	Deflactor del PCE	abr	%a/a	2.2	2.2	2.3
Viernes 30	06:30	Deflactor subyacente del PCE	abr	%a/a	2.5	2.6	2.6
Viernes 30	08:00	Confianza de la U. de Michigan	mar (F)	índice	50.8	51.0	50.8

Fuente: Banorte con datos de Bloomberg

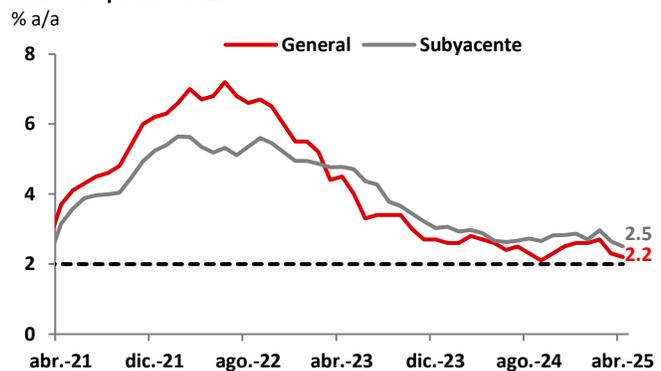
Lo más relevante será el reporte de gasto e ingreso personal de abril, con la atención en los deflatores de precios. Estimamos un avance de +0.1% m/m tanto en el PCE como en el PCE subyacente, con la variación anual en 2.2% y 2.5%, en el mismo orden. Los [precios al consumidor](#) y al productor de abril, publicados hace unos días, mostraron una modesta transmisión de la implementación de aranceles a los bienes, lo que se vio parcialmente compensado por la deflación en los servicios. Esto nos da información adelantada de lo que veremos en los deflatores PCE.

#### Precios al consumidor y al productor



Fuente: Banorte con datos del BLS

#### Índice de precios PCE\*



\* Nota: Las cifras de abril 2025 corresponden a los estimados de Banorte  
Fuente: Banorte con datos del BEA

Del lado favorable, las categorías de servicios que experimentaron presiones deflacionarias o una inflación más moderada tienen un mayor peso en el PCE subyacente en comparación con el CPI. Los servicios financieros, seguros, recreación, transporte y otros, cayeron. Esto refleja la reducción del gasto discrecional de los consumidores en medio de un entorno de incertidumbre.

En contraste, los artículos de entretenimiento, vehículos, muebles y electrodomésticos contribuyeron al alza. Estos productos se encuentran entre los más expuestos a China y enfrentan un fuerte aumento de aranceles.

## Lo Destacado sobre Política Monetaria

Lo más relevante serán las minutas de [la última reunión del FOMC](#). No esperamos un impacto en los mercados ya que la comunicación del banco central en dicha junta, y tras ella, ha sido muy clara: actuarán con cautela. No ven espacio para tomar una acción al menos en junio y probablemente tampoco en julio, ya que esperarán a tener más información. Entre los miembros del banco central, los recientes discursos incluyen a:

**John Williams de Nueva York (con voto):** Dijo que podrían necesitar meses para comprender mejor las perspectivas de la economía. Aclaró que no va a ser ni en junio ni en julio que van a entender lo que está pasando. Mencionó que será un proceso de recopilación de datos para la obtención de una mejor visión y observación a medida que se desarrollan las cosas. Continuó subrayando que la incertidumbre está obstaculizando no sólo a los responsables de las políticas, sino también a las empresas y los hogares en su lucha por predecir cómo los aranceles y otras políticas de la administración de Trump transformarán la economía. Si bien reconoció que la inflación ha estado disminuyendo y que la economía se acerca al pleno empleo, está monitoreando la morosidad y el gasto de los consumidores.

**Christopher Waller Del Consejo del Fed (con voto):** Dijo que el banco central podría recortar las tasas de interés en la segunda mitad de 2025 si los aranceles de Trump se estabilizan alrededor del 10%. Si la administración vuelve a aplicar aranceles más altos tendrían un impacto mayor en la inflación, lo que los obligaría a hacer algo con las tasas a corto plazo.

**Jefferson, vicepresidente del Fed (con voto):** Dijo que el banco central debe garantizar que cualquier aumento de precios resultante de cambios de política en Washington no conduzca a un alza persistente de la inflación. Dado el nivel de incertidumbre que enfrentan en este momento es apropiado que esperen y vean. Seguirán enfocados en conservar ancladas las expectativas de inflación y esperarán a ver el impacto final de la totalidad de las medidas de la administración de Trump.

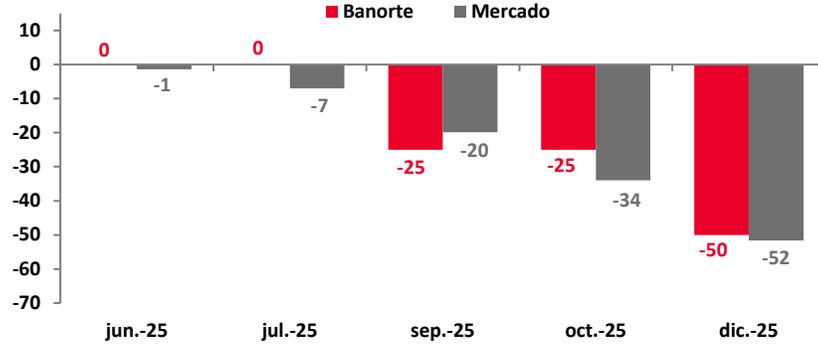
**Alberto Musalem de St. Louis (con voto):** Comentó que los aranceles probablemente pesarán sobre la economía y debilitarán al mercado laboral, incluso después del acuerdo entre EE. UU. y China. Agregó que la política monetaria está bien posicionada para responder a cualquier cambio en las perspectivas económicas, al tiempo que enfatizó que los funcionarios deben vigilar de cerca las expectativas de inflación. Reiteró que existen dos escenarios de inflación igualmente probables: (1) La presión sobre los precios causada por los aranceles podría ser efímera o; (2) más persistente. Si la inflación es solo temporalmente más alta, entonces el Fed puede relajar su postura para apoyar el empleo, aunque eso también conlleva riesgos.

En la conferencia de mercados financieros del Fed de Atlanta, las intervenciones de los miembros de la Reserva Federal dejaron en claro que el escenario es de incertidumbre, pero no hay urgencia por actuar. Mary Daly de San Francisco, Beth Hammack de Cleveland y Raphael Bostic de Atlanta aseguraron estar preparados para moverse ágilmente, pero destacaron no tener suficiente información.

Mantenemos nuestra expectativa de dos recortes en tasas de 25pb este año, uno en septiembre y otro en diciembre. En tanto, los mercados asignan probabilidades muy reducidas a bajas en junio y julio y no descuentan al 100% una en septiembre. Pero para el cierre del año si ven un acumulado de -50pb.

## Estimado del mercado de recortes acumulados en la tasa de Fed funds

Pb al mes de la junta correspondiente



\* Nota: Al 23 de mayo 2025

Fuente: Banorte con datos de Bloomberg

## Calendario de intervenciones de miembros del Fed

Semana del 26 al 30 de mayo

Fecha	Hora	Funcionario	Región	Voto FOMC 2025	Tema y Lugar
Martes 27	02:00	Neel Kashkari	Fed de Minneapolis	No	Habla en panel de Banco de Japón
Martes 27	18:00	John Williams	Fed de Nueva York	Sí	Participa en evento del BoJ en Tokio
Miércoles 28	02:00	Neel Kashkari	Fed de Minneapolis	No	Participa en sesión Q&A de la Universidad de Tokio
Jueves 29	06:30	Thomas Barkin	Fed de Richmond	No	Participa charla informal en Richmond
Jueves 29	08:40	Austan Goolsbee	Fed de Chicago	Sí	Participa en sesión Q&A en Conferencia bancaria Mackinac
Jueves 29	14:00	Mary Daly	Fed de San Francisco	No	Habla en el Club Rotario de Oakland
Jueves 29	18:25	Lorie Logan	Fed de Dallas	No	Da discurso de apertura en Waco, Texas
Viernes 30	17:30	Austan Goolsbee	Fed de Chicago	Sí	Aparece en <i>The Interview Show</i> con Mark Bazer

Fuente: Banorte con datos de Bloomberg

## Agenda Política

La Cámara de Representantes aprobó la propuesta de ley fiscal. Ahora el paquete pasará al Senado donde se están considerando cambios importantes, incluyendo la deducción de impuestos estatales y locales, Medicaid y el crédito tributario por hijo. Si los senadores enmiendan la legislación, la Cámara Baja tendría que votar nuevamente o pasarla a un Comité.

El proceso de reconciliación permite que el Senado apruebe el plan con mayoría simple. Pero aún debe sobrevivir a la Regla *Byrd*, que impide que los legisladores incorporen disposiciones no presupuestarias. En nuestra opinión, esto sugiere que el proceso será largo. Según el Servicio de Investigación del Congreso, el tiempo promedio entre la adopción de una resolución presupuestaria y la promulgación de los proyectos de ley de reconciliación que se han aprobado desde 1980 es de 152 días. Tomando como base el 22 de mayo, la fecha sería el 21 de octubre. Sin embargo, recordemos que el Tesoro estimó que en agosto el gobierno se quedaría sin recursos suficientes para satisfacer sus obligaciones si no cuenta con el permiso del Congreso para continuar endeudándose. El alza del techo de endeudamiento forma parte de las negociaciones que se están realizando alrededor del plan fiscal.

Para comprender el proyecto de ley aprobado hasta ahora nos pareció muy valiosa la explicación del *Tax Foundation* sobre lo bueno y lo malo de la propuesta. Entre lo positivo destacan que extiende permanentemente las tasas y los tramos de los recortes de impuestos individuales del 2017. Esto proporciona certidumbre a los hogares y estabilidad a esta parte del código tributario. Sobre el impuesto a sucesiones y donaciones establecen un nivel de exención de US\$15 millones (ajustado a la inflación) a partir de 2026, lo que también mejora la estabilidad en este ámbito. Una de las áreas de reforma más importantes para obtener mayores ingresos es la eliminación de los créditos fiscales para energía verde de la *Ley de Reducción de la Inflación* (IRA). Dicha propuesta recaudaría alrededor de US\$500 mil millones en una década.

También se derogan varios créditos fiscales, como los de vehículos eléctricos (VE) y productos de energía residencial, que en opinión de esta administración son costosos e ineficaces. La mayoría de los demás se restringen o eliminan gradualmente. Sin embargo, la iniciativa de ley amplía y extiende el crédito fiscal para la producción de combustibles limpios e introduce desafíos adicionales de cumplimiento para la obtención de dichos créditos. El límite de deducciones de impuestos estatales y locales (SALT) que puede utilizarse para el pago de obligaciones federales aumentó de US\$10,000 a US\$40,000 para parejas casadas con ingresos de \$500,000 o menos, reduciéndose gradualmente a \$10,000 para niveles de ingresos más altos.

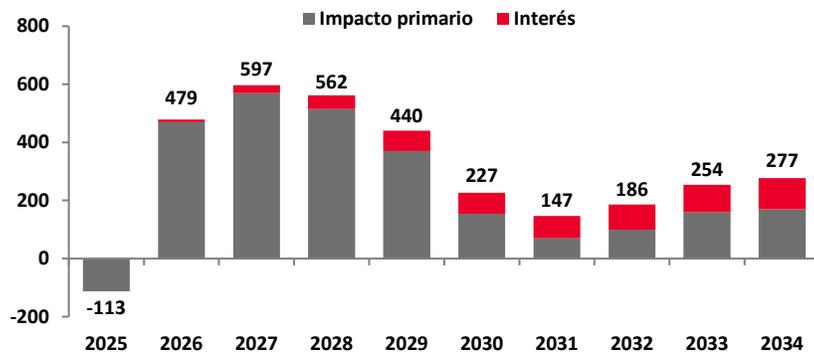
Entre lo negativo, explican que en lugar de hacer permanentes las características más favorables al crecimiento, el proyecto gasta demasiado dinero en estrategias políticas y exenciones. Ello resulta en un paquete que favorece un impulso modesto a la economía con un enorme costo fiscal. Introduce exenciones para el pago de horas extras y propinas, deducción de los intereses pagados por préstamos para automóviles y una nueva deducción estándar adicional para todas las personas mayores. En opinión de la *Tax Foundation*, todo esto viola los principios tributarios básicos de igualdad de trato para los contribuyentes. En conjunto, estas cuatro disposiciones costarían alrededor de US\$300 mil millones durante los cuatro años de vigencia. Si finalmente se extienden más allá de esa fecha, el costo se elevaría de manera muy pronunciada durante la próxima década. Explican que las complejas restricciones de elegibilidad reducen el costo en cierta medida, pero sería mejor no introducir estas malas ideas desde el principio.

El proyecto complica aún más el código tributario de varias maneras, sometiendo a los contribuyentes a un laberinto más difícil de nuevas normas y costos de cumplimiento que, en muchos casos, probablemente superan cualquier posible beneficio fiscal. Aunque se ofrecen nuevos incentivos para el ahorro, las normas son tan complejas y limitadas que pocos optarán por pasar por esta situación. El código tributario ya está plagado de una confusa gama de preferencias especiales para los ahorradores.

En una estimación preliminar que aún no incluye todo lo ya aprobado por la Cámara de Representantes, la Oficina de Presupuesto del Congreso (CBO) espera que el plan fiscal añada US\$2.3 billones al déficit durante la próxima década. Por su parte, el *Committee for a Responsible Federal Budget* hizo un cálculo incorporando los últimos ajustes anunciados por los líderes de la Cámara justo antes de su aprobación. Con esto, su proyección es que el proyecto añadiría US\$3.1 billones a la deuda.

#### Estimado del CBO sobre el aumento del déficit

Impacto del déficit anual, miles de millones



Fuente: Banorte con datos del CFRB

En este contexto, todo apunta a que los incentivos para que el Fed baje las tasas se reducirían en caso de un mayor estímulo fiscal. Si bien no se espera que el proyecto tenga un importante efecto positivo sobre el crecimiento económico si se aprueba, si se estima que será inflacionario. Una política monetaria más restrictiva combinada con un mayor endeudamiento del gobierno significaría tasas de interés más altas. Esto no es favorable para los consumidores ni para las empresas.

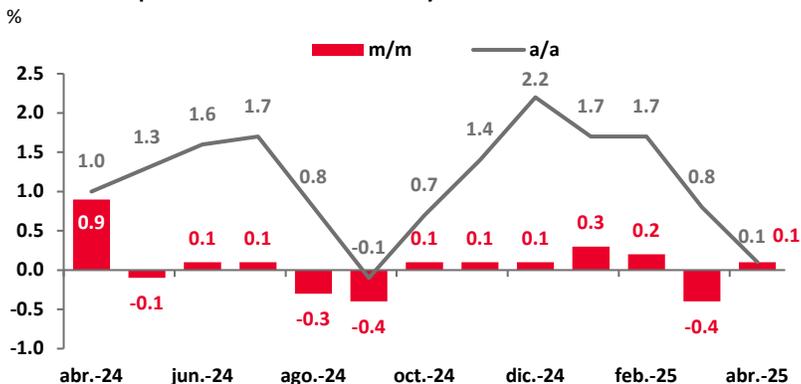
## Política Exterior y Comercial

Trump ha dicho que sus socios comerciales deben absorber costos que hasta ahora han recaído sobre los estadounidenses. Esta es parte de la retórica detrás de su decisión de implementar aranceles. Sin embargo, las cifras no necesariamente respaldan este argumento.

Analizamos el desempeño de los precios de las importaciones de EE. UU. con base en el indicador del *BLS (Bureau of Labor Statistics)*. La clave es que dicha métrica no incluye los aranceles. Si estos últimos fueran asumidos íntegramente por los exportadores, el precio de importación publicado por el *BLS* debería disminuir en la misma cantidad del arancel. Mientras que, si los aranceles recayeran totalmente en los importadores estadounidenses, el precio de importación aumentaría en la misma cantidad que el arancel. Cabe mencionar que este análisis es sencillo y deja fuera otros factores que pudieron haber afectado también los precios.

La conclusión de estos ejercicios es que los importadores estadounidenses han absorbido, en gran medida, la carga de los aranceles hasta abril. En el cuarto mes del año, cuando Trump dio a conocer las tarifas recíprocas, los precios de las importaciones avanzaron +0.1% m/m.

### Precios de importación variación mensual y anual



Fuente: Banorte con datos del BLS

Haciendo el desglose por país en abril:

- Los precios de importación de los productos provenientes de China bajaron 0.1% m/m su quinta caída mensual consecutiva. La disminución se dio principalmente en productos del sector manufacturero. La baja desde enero ha sido de 0.7%. Esto muestra que en el caso del país asiático ellos han absorbido una parte de los aranceles y EE. UU. otra.
- Los precios de los bienes comprados a México y Canadá cayeron 0.3% m/m y 0.1%, respectivamente, en abril. Desde inicios del año estos países han absorbido parte de los aranceles, pero sólo una pequeña fracción del total.
- En el caso de la Unión Europea se observó un alza de +0.6% m/m. Pareciera que la UE está transfiriendo gran parte de los costos de los aranceles a EE. UU.

En conclusión, a pesar del *Liberation Day*, los índices de precios de las importaciones de la mayoría de los países disminuyeron tan sólo ligeramente, o en algunos casos incluso aumentaron en abril en comparación con marzo.

Esto podría estar indicando que, hasta ahora, los costos de la política comercial de Trump los está absorbiendo EE. UU. Sin embargo, hay que tener en cuenta la pausa de 90 días en que se encuentran actualmente los aranceles recíprocos por lo que es muy probable que el efecto lo veamos de manera más clara hasta julio cuando se volverán a poner en marcha.

### ¿Qué llamó nuestra atención esta semana?

En medio de la discusión del paquete fiscal, Moody's bajó la calificación de la deuda soberana de EE. UU. a Aa1 desde Aaa y cambió la perspectiva de negativa a estable. La acción llega varios años después de que S&P Global Ratings (2011) y Fitch Ratings (2023) tomarán una acción similar.

La agencia explicó que las administraciones y el Congreso no han tomado medidas para revertir la tendencia de grandes déficits fiscales anuales y el aumento de los costos de los intereses. Explicaron que no creen que las propuestas que se están considerando actualmente resulten en reducciones significativas plurianuales del gasto y el déficit. Prevén que este último sea mayor durante la próxima década lo que incrementará la deuda pública y la carga de intereses. Consideran que es probable que el desempeño fiscal de EE. UU. se deteriore en comparación con su propio historial y en relación con otros países con calificaciones soberanas altas. Destacaron que la perspectiva estable refleja riesgos equilibrados en Aa1, ya que EE. UU. mantiene fortalezas crediticias excepcionales, como el tamaño, la resiliencia y el dinamismo de su economía y el papel del dólar como moneda de reserva global.

El escenario base de Moody's es que se extienda la Ley de Reducción de Impuestos y Empleos de 2017, lo que de acuerdo con sus cálculos añadiría alrededor de US\$4 billones al déficit fiscal primario federal (excluyendo el pago de intereses) durante la próxima década. Como resultado, esperan que el déficit fiscal alcance el 9% del PIB para 2035, frente al 6.4% en 2024, impulsado principalmente por el aumento de los pagos de intereses de la deuda, el incremento del gasto en prestaciones sociales y una generación de ingresos relativamente baja. Anticipan que la carga de la deuda federal subirá a aproximadamente el 134% del PIB para 2035, en comparación con el 98% en 2024.

Estas cifras contrastan con las proyecciones actuales del *Congressional Budget Office (CBO)* que muestran una reducción del déficit fiscal como porcentaje del PIB en el 2026. Pero es importante mencionar que esto se debe a que su escenario asume que la situación se mantiene como está en este momento estipulada en la ley. Es decir que los impuestos anunciados en el 2017 expiran a finales de este año. De manera que sus estimados para el largo plazo ubican el déficit fiscal en -6.1% del PIB en el 2035 y la deuda pública en 118% del PIB en dicho año (ver gráficas abajo).

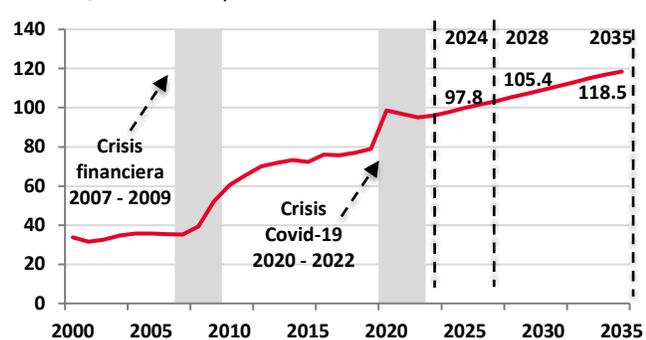
#### EE. UU.: Proyección del déficit bajo la legislación actual

% del PIB, con base en leyes al 6 de enero de 2025

	1995-2024	2024	2025	2035	2045	2055
Déficit total	-3.9	-6.4	-6.2	-6.1	-6.4	-7.3
Déficit primario	-2.1	-3.3	-3.0	-2.1	-1.8	-1.9
Deuda en manos del público al final de cada periodo	60	98	100	118	136	156

#### EE. UU.: Proyección de deuda bajo la legislación actual

% del PIB, con base en leyes al 6 de enero de 2025

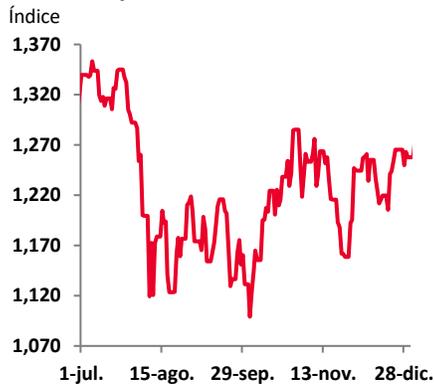


Fuente: Banorte con datos del CBO

Fuente: Banorte con datos del CBO

Las rebajas de la calificación crediticia del gobierno estadounidense han perdido relevancia después de que S&P rebajara la calificación de EE. UU. el 5 de agosto de 2011. Esto quedó claro cuando el 1 de agosto del 2023 Fitch tomó la misma acción y el impacto en los mercados fue mínimo (ver gráficas abajo).

**S&P500 de julio a diciembre del 2011**

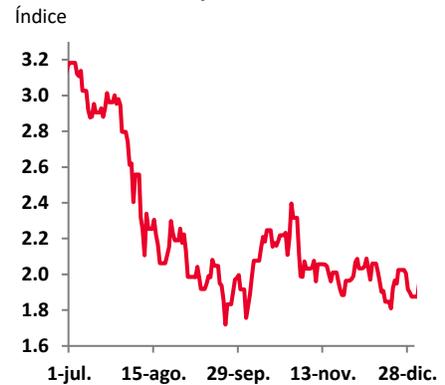


Fuente: Banorte con datos de Bloomberg

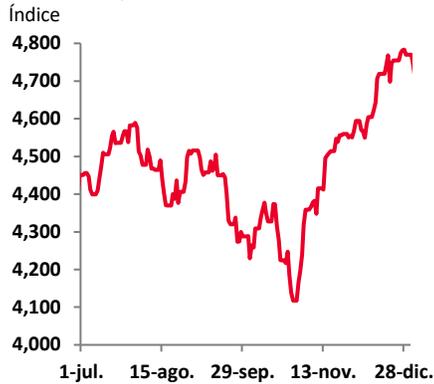
**DXY de julio a diciembre del 2011**



**Bono a 10 años de julio a diciembre de 2011**

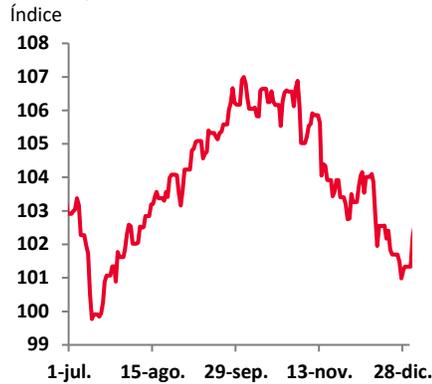


**S&P500 de julio a diciembre de 2023**



Fuente: Banorte con datos de Bloomberg

**DXY de julio a diciembre de 2023**



**Bono a 10 años de julio a diciembre de 2023**



El rendimiento de los bonos del Tesoro a 30 años superó el 5% tras la baja de calificación de Moody's, un nivel psicológicamente importante, ya que las tasas de interés a largo plazo solo han superado ese punto en un número limitado de ocasiones durante las últimas dos décadas. Si bien se dio un regreso por debajo de este nivel, ha vuelto a ubicarse por arriba del mismo. Pero esto no necesariamente se debe a la baja en la calificación, al menos no directamente, sino también al plan fiscal que es inflacionario.

## 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.
- **Dot plot:** Gráfico de estimados de los miembros del Fed para la tasa de referencia.
- **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.
- **Fracking:** Procedimiento de fracturas artificiales en la roca mediante la inyección de fluidos a alta presión.
- **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.
- **Score:** Generación de un valor numérico a través de un modelo estadístico para poder jerarquizar una variable de acuerdo con la estimación de la ponderación de las variables explicativas.
- **Spring Break:** Periodo vacacional de primavera para estudiantes –principalmente universitarios– en EE.UU.
- **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, Marissa Garza Ostos, Katia Celina Goya Ostos, Francisco José Flores Serrano, José Luis García Casales, Santiago Leal Singer, Víctor Hugo Cortes Castro, Leslie Thalía Orozco Vélez, Hugo Armando Gómez Solís, Carlos Hernández García, Yazmín Selene Pérez Enríquez, Cintia Gisela Nava Roa, José De Jesús Ramírez Martínez, Daniel Sebastián Sosa Aguilar, Gerardo Daniel Valle Trujillo, Luis Leopoldo López Salinas, Marcos Saúl García Hernández, Juan Carlos Mercado Garduño, Ana Gabriela Martínez Mosqueda, Ana Laura Zaragoza Félix, Jazmin Daniela Cuautencos Mora, Andrea Muñoz Sánchez y Paula Lozoya Valadez 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. En virtud de lo anterior, el presente documento ha sido preparado estrictamente con fines informativos; no es una recomendación, consejo o sugerencia de inversión en materia de Servicios de Inversión por parte de Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V.

### 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.

# Directorio

DGA Análisis Económico y Financiero



**Raquel Vázquez Godínez**  
Asistente DGA AEyF  
raquel.vazquez@banorte.com  
(55) 1670 - 2967



**María Fernanda Vargas Santoyo**  
Analista  
maria.vargas.santoyo@banorte.com  
(55) 1103 - 4000 x 2586

## Análisis Económico



**Juan Carlos Alderete Macal, CFA**  
Director Ejecutivo de Análisis Económico y Estrategia de Mercados  
juan.alderete.macal@banorte.com  
(55) 1103 - 4046



**Yazmín Selene Pérez Enríquez**  
Subdirector Economía Nacional  
yazmin.perez.enriquez@banorte.com  
(55) 5268 - 1694

## Estrategia de Mercados



**Santiago Leal Singer**  
Director Estrategia de Mercados  
santiago.leal@banorte.com  
(55) 1670 - 1751



**Carlos Hernández García**  
Subdirector Análisis Bursátil  
carlos.hernandez.garcia@banorte.com  
(55) 1670 - 2250



**Marcos Saúl García Hernandez**  
Gerente de Renta Fija, Tipo de Cambio y Commodities  
marcos.garcia.hernandez@banorte.com  
(55) 1670 - 2296



**Juan Carlos Mercado Garduño**  
Gerente Análisis Bursátil  
juan.mercado.garduño@banorte.com  
(55) 1103 - 4000 x 1746

## Análisis Cuantitativo



**Alejandro Cervantes Llamas**  
Director Ejecutivo de Análisis Cuantitativo  
alejandro.cervantes@banorte.com  
(55) 1670 - 2972



**Daniel Sebastián Sosa Aguilar**  
Subdirector Análisis Cuantitativo  
daniel.sosa@banorte.com  
(55) 1103 - 4000 x 2124



**Alejandro Padilla Santana**  
Director General Adjunto de Análisis Económico y Financiero  
alejandro.padilla@banorte.com  
(55) 1103 - 4043



**Itzel Martínez Rojas**  
Gerente  
itzel.martinez.rojas@banorte.com  
(55) 1670 - 2251



**Francisco José Flores Serrano**  
Director Economía Nacional  
francisco.flores.serrano@banorte.com  
(55) 1670 - 2957



**Cintia Gisela Nava Roa**  
Subdirector Economía Nacional  
cintia.nava.roa@banorte.com  
(55) 1105 - 1438



**Marissa Garza Ostos**  
Director Análisis Bursátil  
marissa.garza@banorte.com  
(55) 1670 - 1719



**Hugo Armando Gómez Solís**  
Subdirector Análisis Bursátil  
hugo.gomez@banorte.com  
(55) 1670 - 2247



**Gerardo Daniel Valle Trujillo**  
Subdirector Deuda Corporativa  
gerardo.valle.trujillo@banorte.com  
(55) 1670 - 2248



**Ana Gabriela Martínez Mosqueda**  
Gerente Análisis Bursátil  
ana.martinez.mosqueda@banorte.com  
(55) 5261 - 4882



**José Luis García Casales**  
Director Análisis Cuantitativo  
jose.garcia.casales@banorte.com  
(55) 8510 - 4608



**Jazmin Daniela Cuautencos Mora**  
Gerente Análisis Cuantitativo  
jazmin.cuautencos.mora@banorte.com  
(55) 1670 - 2904



**Lourdes Calvo Fernández**  
Analista (Edición)  
lourdes.calvo@banorte.com  
(55) 1103 - 4000 x 2611



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



**Luis Leopoldo López Salinas**  
Gerente Economía Internacional  
luis.lopez.salinas@banorte.com  
(55) 1103 - 4000 x 2707



**Víctor Hugo Cortes Castro**  
Subdirector Análisis Técnico  
victorh.cortes@banorte.com  
(55) 1670 - 1800



**Leslie Thalía Orozco Vélez**  
Subdirector Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio  
leslie.orozco.velez@banorte.com  
(55) 5268 - 1698



**Ana Laura Zaragoza Félix**  
Gerente Deuda Corporativa  
ana.zaragoza.felix@banorte.com  
(55) 1103 - 4000



**Paula Lozoya Valadez**  
Analista Análisis Bursátil  
paula.lozoya.valadez@banorte.com  
(55) 1103 - 4000 x 2060



**José De Jesús Ramírez Martínez**  
Subdirector Análisis Cuantitativo  
jose.ramirez.martinez@banorte.com  
(55) 1103 - 4000



**Andrea Muñoz Sánchez**  
Gerente Análisis Cuantitativo  
andrea.muñoz.sanchez@banorte.com  
(55) 1105 - 1430