

La Semana en EE.UU.

Tras la decisión del Fed vemos un alza más de 25pb en mayo

23 de marzo 2023

Semana en Cifras. En los próximos días se publicará el reporte final del PIB de 4T22, el ingreso y gasto personal de febrero y la confianza de los consumidores en marzo. Consideramos muy relevantes las cifras de gasto personal real en un contexto en el cual el único rubro de servicios que incluyen las ventas al menudeo (restaurantes y bares) registró una fuerte contracción después de varios meses de fortaleza. Estimamos una caída de 0.2% m/m en el gasto personal real en el segundo mes del año, derivado de un avance nulo en los servicios y una caída en el consumo de bienes.

www.banorte.com
@analisis_fundam

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

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

Lo Destacado sobre Política Monetaria. Tras [la decisión del FOMC del pasado 22 de marzo](#), modificamos nuestra expectativa para la tasa de *Fed funds*. Estimamos sólo un alza más de 25pb en mayo (previo: dos alzas de 25pb cada una, en mayo y junio). Con esto la tasa terminal sería de 5.25% (parte alta del rango). Sin embargo, no dejamos de reconocer riesgos de un aumento adicional si las condiciones financieras se estabilizan. Por otra parte, a diferencia de lo que descuentan los mercados, consideramos que la situación no parece propicia para recortes en tasas durante todo el 2023 debido a los elevados niveles de inflación.

Agenda Política. Ante la crisis bancaria, algunos senadores se han pronunciado a favor de una rápida aprobación del aumento del límite de la deuda. De no hacerlo, se podrían exacerbar las preocupaciones. A pesar de esto, hasta ahora ha habido pocas negociaciones sobre el tema. Seguimos pensando que no llegaremos a un escenario de *default* y aunque los legisladores han esperado en repetidas ocasiones hasta llegar a un escenario extremo como un *shutdown*, consideramos que la situación actual podría influir para una aprobación más rápida, buscando evitar mayor volatilidad en los mercados.

Política Exterior y Comercial. Se ve cada vez más lejos una disminución en las tensiones entre EE.UU. y China, lo que sigue fortaleciendo la expectativa de que el *nearshoring* traerá importantes beneficios para México. Pero este no es el único tema relevante que se deriva de esta situación. Una relación cada vez más estrecha entre Rusia y China levanta focos de alarma. Sin embargo, hasta ahora no pareciera que China se quiera involucrar en el conflicto bélico más que como mediador, tratando de incentivar las negociaciones.

¿Qué llamó nuestra atención esta semana? Debido al [colapso de SVB](#) todas las miradas se centraron en los posibles efectos sobre el sistema bancario global y también sobre la actividad económica debido a los crecientes temores de que generará una recesión. Es claro que el PIB crecerá a un ritmo sólido en 1T23, pero sí vemos señales de una desaceleración a partir del segundo trimestre. Un menor dinamismo del empleo se reflejará en menor fortaleza del gasto de las familias. El sector manufacturero ya da señales claras de menor resiliencia a pesar de las menores presiones en la cadena de suministros, lo que estimamos podría profundizarse en 2T23 y 3T23.

Documento destinado al público en general

Semana en Cifras

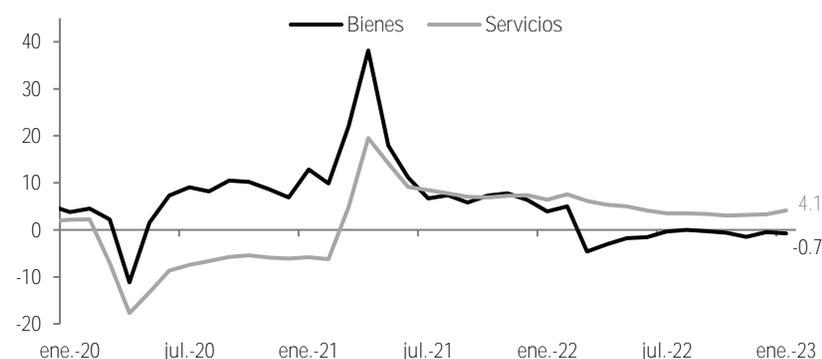
Calendario Semanal: Estados Unidos
Semana del 27 al 31 de marzo

Día	Hora	Indicador	Periodo	Unidad	Banorte	Consenso	Previo
Martes 28	08:00	Confianza del consumidor	mar	índice	99.0	101.3	102.9
Jueves 30	06:30	Producto interno bruto	4T22 (F)*	%	2.8	2.7	2.7
Jueves 30	06:30	Consumo personal	4T22 (F)*	%	--	1.5	1.4
Jueves 30	06:30	Solicitudes de seguro por desempleo	25 mar.	miles	197	200	191
Viernes 31	06:30	Ingreso personal	feb	%m/m	--	0.3	0.6
Viernes 31	06:30	Gasto de consumo	feb	%m/m	--	0.3	1.8
Viernes 31	06:30	Gasto de consumo personal (real)	feb	%m/m	-0.2	-0.2	1.1
Viernes 31	06:30	Deflactor del PCE	feb	%m/m	--	0.3	0.6
Viernes 31	06:30	Deflactor subyacente del PCE	feb	%m/m	--	0.4	0.6
Viernes 31	06:30	Deflactor del PCE	feb	%a/a	--	5.1	5.4
Viernes 31	06:30	Deflactor subyacente del PCE	feb	%a/a	--	4.7	4.7
Viernes 31	08:00	Confianza de la U. de Michigan	mar (F)	índice	62.8	63.4	63.4

* Nota: La cifra del PIB se refiere a la cifra final del periodo en cuestión
Fuente: Banorte con datos de Bloomberg

En los próximos días se publicará el reporte final del PIB de 4T22, el ingreso y gasto personal de febrero y la confianza de los consumidores en marzo. Consideramos muy relevantes las cifras de gasto personal real en un contexto en el cual el único rubro de servicios que incluyen las ventas al menudeo (restaurantes y bares) registró una fuerte contracción después de varios meses de fortaleza. Recordemos que el consumo de los hogares se ha mantenido más fuerte de lo anticipado a pesar del ciclo alcista del Fed en un contexto de un mercado laboral apretado. Sin embargo, la mayor resiliencia se ha concentrado en los servicios, mientras que el gasto en bienes ha enviado señales mixtas. En enero, el gasto personal real avanzó a un ritmo sólido de 1.1% m/m, con los bienes resultando en +2.2% tras dos meses en contracción y los servicios en +0.6% luego de modestos avances los meses previos. La variación anual fue de -0.7% y de 4.1%, respectivamente (ver gráfica abajo). Estimamos una contracción de 0.2% m/m en el gasto personal real en el segundo mes del año, derivado de un avance nulo en los servicios y una caída en el consumo de bienes.

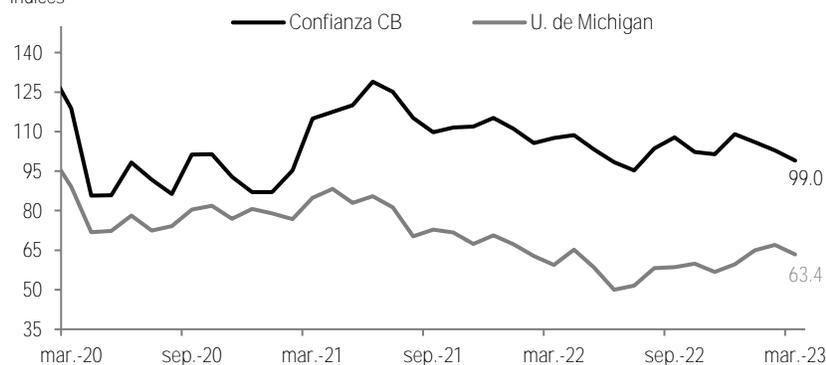
Gasto de consumo real
% a/a



Fuente: Banorte con datos de Bloomberg

Por otro lado, se publicará la confianza de los consumidores del *Conference Board* de marzo. Estimamos el indicador en 99.0pts desde los 102.9pts previos. Recordemos que el sentimiento de los consumidores de la Universidad de Michigan cayó en el tercer mes del año en 3.6pts, ubicándose en 63.4pts. Esto a pesar de que la fecha del levantamiento de la encuesta no incluyó los sucesos que han acompañado al colapso de SVB. En este contexto, esperamos una baja en el indicador debido a la volatilidad en los mercados, los temores alrededor de un riesgo sistémico en el sector financiero y de que esto pueda generar una recesión. Del lado positivo, la expectativa de una tasa terminal menor, con los mercados apostando por recortes este año, podría limitar la baja.

Confianza del consumidor CB y de la Universidad de Michigan*
Índices



* Nota: La cifra de marzo 2023 para el dato del *Conference Board* corresponde al estimado de Banorte
Fuente: Banorte con datos del Bloomberg

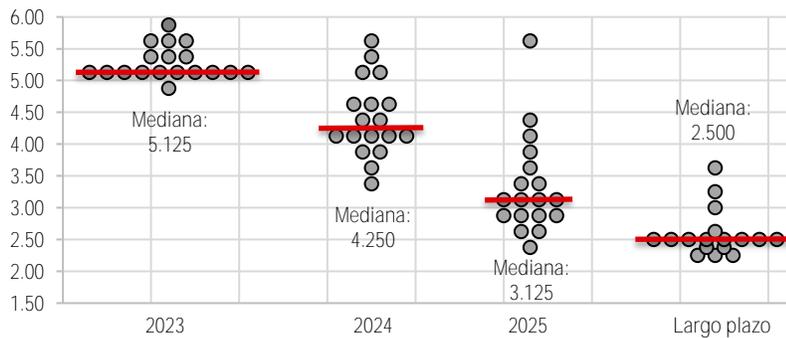
Lo Destacado Sobre Política Monetaria

Como esperábamos, el FOMC elevó la tasa de referencia en 25pb. Con esto, el rango de la tasa se ubica en 4.75% - 5.00%, acumulando +450pb desde que inició el ciclo hace un año. Consideramos que, el comunicado que acompañó la decisión mostró cautela ante la crisis bancaria y un tono menos *hawkish*. Respecto al *forward guidance* eliminaron la frase donde decían que “*el Comité anticipa que será apropiado seguir subiendo el rango de la tasa de referencia*”. La sustituyeron por: “*el Comité anticipa que algo de restricción adicional de la política monetaria será necesario*”. Destacaron que el sistema bancario sigue sólido y resiliente. Los recientes acontecimientos probablemente resultarán en condiciones crediticias más apretadas para los hogares y las empresas y tendrán un impacto sobre la actividad económica, el empleo y la inflación. El Comité se mantiene muy atento a los riesgos para la inflación.

En línea con el *dot plot* y los estimados, el tono del Powell fue de cautela. Entre los mensajes más importantes destacamos: (1) Aún es muy pronto para saber cómo deben responder las tasas a la crisis bancaria; (2) consideraron hacer una pausa en el ciclo alcista, pero el alza estuvo apoyada por un amplio consenso; (3) el apretamiento en las condiciones crediticias producto de la crisis bancaria puede sustituir las alzas en tasas; (4) las condiciones financieras están más apretadas de lo que dicen los índices; (5) no ven recortes en tasas este año; y (6) si necesitan subir las tasas de interés por arriba de lo esperado, lo harán.

En medio de la fuerte incertidumbre que prevalece, se observaron mínimos ajustes en el *dot plot*. Con base en la mediana de los estimados, el gráfico anticipa una tasa terminal igual a la proyectada en diciembre. La mediana de 2023 se mantuvo en 5.125%, lo que implica 25pb más de incrementos. De ser así, el rango de la tasa se ubicaría entre 5.00% - 5.25%. Destacamos que diez miembros estiman este escenario, tres entre 5.25% - 5.50%, tres más en 5.50% - 5.75% y uno entre 5.75% - 6.00%. Uno anticipa que el rango de la tasa se mantenga sin cambios en 4.75% - 5.00%. En nuestra opinión, esto muestra la incertidumbre que prevalece en medio de la crisis bancaria, pero también parecería dejar en claro que el banco central estima que sea temporal. Para 2024 se incorpora un ciclo acomodaticio, pero menos pronunciado que lo esperado en diciembre, con la mediana en 4.25% desde 4.125%. En 2025 se ubica en 3.125%, mientras que la tasa de largo plazo se mantuvo en 2.50% (ver gráfica abajo).

Dot plot: marzo 2023
%



Fuente: Banorte con datos de la Reserva Federal

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. En este contexto, creemos que la decisión del Fed de elevar la tasa en 25pb deja en claro que consideran que la herramienta de las tasas de interés está principalmente encaminada a cumplir con el objetivo de inflación. Mientras tanto, han estado haciendo una serie de anuncios para proveer la liquidez necesaria. Sin embargo, como lo explicó Powell, el apretamiento de las condiciones financieras puede hacer parte del trabajo, sustituyendo algunos incrementos en tasas. Esto deja la puerta abierta a una tasa terminal menor. En este contexto, modificamos nuestra expectativa para la tasa de *Fed funds* tras la decisión. Estimamos sólo un alza más de 25pb en mayo (previo: dos alzas de 25pb cada una, en mayo y junio). Con esto la tasa terminal sería de 5.25% (parte alta del rango). Sin embargo, no dejamos de reconocer riesgos de un aumento adicional si las condiciones financieras se estabilizan. Por otra parte, a diferencia de lo que descuentan los mercados, consideramos que la situación no parece propicia para recortes en tasas durante todo el 2023 debido a los elevados niveles de inflación.

Calendario de intervenciones de miembros del Fed
Semana del 27 al 31 de marzo

Fecha	Hora	Funcionario	Región	Voto FOMC 2022	Tema y Lugar
Lunes 27	15:00	Philip Jefferson	Consejo	sí	habla sobre política monetaria
Martes 28	08:00	Michael Barr	Vicepresidente de supervisión	sí	testifica ante el Comité Bancario del Senado
Miércoles 29	08:00	Michael Barr	Vicepresidente de supervisión	sí	testifica ante el Comité de Servicios Financieros de la Cámara
Jueves 30	10:45	Thomas Barkin	Fed de Richmond	no	habla en un evento organizado en Virginia
Jueves 30	10:45	Susan Collins	Fed de Boston	no	habla en la conferencia anual NABE en Washington
Viernes 31	13:00	John Williams	Fed de Nueva York	sí	habla sobre la política monetaria y las perspectivas económicas
Viernes 31	14:00	Christopher Waller	Consejo	sí	habla sobre la curva de Phillips
Viernes 31	15:45	Lisa Cook	Consejo	sí	habla sobre la economía de EE.UU. y política monetaria

Fuente: Banorte con datos de Bloomberg

Agenda Política

El Partido Republicano se ha negado a elevar el techo de la deuda hasta que se realicen importantes recortes presupuestarios. Presentaron una propuesta la semana pasada en la Cámara que ordenaría al Tesoro a priorizar los pagos de la deuda del gobierno y la Seguridad Social en caso de que se alcance el máximo de deuda. Los Demócratas rechazaron la medida.

Ahora los Republicanos en la Cámara Baja están terminando de elaborar una lista de recortes a gastos que pedirán al presidente Biden a cambio de su apoyo para aprobar el incremento en el techo. Propondrán recortar US\$130 mil millones de las cuentas de las agencias nacionales el próximo año y luego limitar ese gasto al 1% de crecimiento anual durante una década. Miembros del partido han destacado que todavía tienen como objetivo escribir un plan que equilibre el presupuesto en 10 años, una difícil tarea que requeriría recortar el gasto en defensa o en prestaciones sociales si se extienden los recortes de impuestos de la administración de Trump. Algunos Republicanos han presionado por recortes más profundos, mientras que otros son reacios a recortar programas populares.

Sobre este tema, en su intervención esta semana ante la *American Bankers Association*, la secretaria del Tesoro, Janet Yellen, dijo que está preocupada de que el Congreso espere hasta el último minuto para incrementar el límite de la deuda. Por su parte, algunos senadores se han pronunciado a favor de una rápida aprobación. De no hacerlo, se podrían exacerbar las preocupaciones. A pesar de esto, hasta ahora ha habido pocas negociaciones sobre el tema. Seguimos pensando que no llegaremos a un escenario de *default* y aunque los legisladores han esperado en repetidas ocasiones hasta llegar a un escenario extremo como un *shutdown*, consideramos que la situación actual podría influir para una aprobación más rápida, buscando evitar mayor volatilidad en los mercados. Recordemos que el techo de endeudamiento se tocó en enero y Yellen advirtió que podrían caer en un escenario de *default* si el incremento no ha sido aprobado para el verano.

Política Exterior y Comercial

Se ve cada vez más lejos una disminución en las tensiones entre EE.UU. y China, lo que sigue fortaleciendo la expectativa de que el *nearshoring* traerá importantes beneficios para México. Pero este no es el único tema relevante que se deriva de esta situación. Una relación cada vez más estrecha entre Rusia y China levanta focos de alarma. Sin embargo, hasta ahora no pareciera que China se quiera involucrar en el conflicto bélico más que como mediador tratando de incentivar las negociaciones.

Esta semana el presidente chino, Xi Jinping, llegó a Moscú en un viaje de tres días para reunirse con el presidente ruso, Vladimir Putin, lo que ha incrementado la especulación de lo que haría EE.UU. en caso de que China extienda ayuda militar a Rusia en su guerra contra Ucrania. Se espera que castigue a las empresas e instituciones financieras chinas involucradas, como lo hizo a principios de este mes. El 9 de marzo, el Tesoro señaló a una red china como encargados del suministro de fabricación de aviones para Irán. Dicha compañía produce drones armados, incluido el *Shahed-136* que Irán ha vendido a Rusia. Ese anuncio no fue una acción aislada. A finales de enero, cuando EE.UU. trató de frustrar la campaña militar del Grupo Wagner ruso en Ucrania, persiguió a una empresa china que, según Washington, había proporcionado el equipo paramilitar con fotos de reconocimiento satelital para uso en el campo de batalla.

Hasta ahora Xi Jinping ha limitado su apoyo a Moscú a un respaldo retórico y una oferta para negociar un acuerdo pacífico con Ucrania que el gobierno de Kiev ha rechazado. Lo que parece estar haciendo es tratar de mantener distancia en este tema, mientras asegura el acceso a energía, granos y tecnología. Las declaraciones conjuntas de Pekín-Moscú llamaron la atención porque se proyectó que el comercio aumentaría en más del 30% para superar los US\$200 mil millones este año. Se planea más cooperación energética antes de 2030 y ambos acordaron trabajar juntos en áreas de tecnología donde están siendo limitados por EE.UU. La estrecha cooperación entre China y Rusia refleja las necesidades de ambas economías. China necesita envíos de energía de su vecino y exporta bienes de consumo a cambio. Mientras que, Rusia es la segunda mayor fuente de importaciones de petróleo crudo de China después de Arabia Saudita, pero en los dos primeros meses de este año, se convirtió en su principal proveedor. Ahora los dos países unirán sus esfuerzos en la investigación de inteligencia artificial y la economía digital, sectores que enfrentan prohibiciones de EE.UU. (entre otros). Asimismo, Putin dijo que se ha discutido sobre el tema de que el oleoducto *Power of Siberia 2* pueda transportar más gas ruso a China, pero no anunció un acuerdo. Por su parte, China no tiene prisa por comprometerse con el nuevo gas proveniente de este oleoducto a pesar de los llamados rusos.

En tanto, la administración de Biden está considerando nuevas restricciones a la inversión estadounidense en empresas tecnológicas chinas no relacionadas con la guerra. Asimismo, está evaluando si el colapso de *Silicon Valley Bank* está teniendo un mayor impacto sobre las empresas chinas del que el gobierno en Pekín ha informado. EE.UU. está reuniendo datos sobre empresas chinas que pueden haber tenido cuentas con bancos regionales de EE.UU. La pregunta clave es, si existe algún riesgo de un mayor contagio en el país asiático.

No parece que por ahora China esté interesada en involucrarse en el conflicto bélico. Lo que sí es un hecho es que las sanciones impuestas por EE.UU. están profundizando la dependencia entre China y Rusia y haciendo más estrecha su cooperación, lo que pone riesgos sobre la mesa.

¿Qué llamó nuestra atención esta semana?

Debido al [colapso de SVB](#) todas las miradas se centraron en los posibles efectos sobre el sistema bancario global y también sobre la actividad económica debido a los crecientes temores de que generará una recesión. En este contexto, nos pareció relevante utilizar este espacio para hacer un corte hasta el momento de cómo está la actividad económica en EE.UU. Creemos que dos indicadores ilustran bien la situación.

Por un lado, el *GDPNow* del Fed de Atlanta estima que el PIB de 1T23 crecerá 3.15% incorporando los datos publicados hasta el 15 de marzo. Esto contrasta con la estimación del consenso de 0.6% y se ubica por arriba de nuestra proyección de 2.1%. El *GDPNow* es un modelo que usa una metodología similar a la que utiliza el *US Bureau of Economic Analysis* para el cálculo del PIB. Las cifras muestran una fuerte contribución por parte del consumo privado y una contribución pequeña, pero positiva, de la demanda externa (ver tabla abajo). En tanto, el nuevo marco macroeconómico del Fed estima un crecimiento del PIB bajo la métrica de q4/q4 (4T23 vs. 4T22) de 0.4%. Para llegar a este estimado se está proyectando una desaceleración en los próximos trimestres, pero no necesariamente a terreno negativo.

GDPNow del Fed de Atlanta*

Contribuciones pp

GDPnow	3.15
Consumo	3.39
Estructuras	0.10
Equipo y software	0.09
Propiedad intelectual	0.34
Residencial	-0.39
Cambio en inventarios	-1.31
Exportaciones netas	0.63
Gasto de gobierno	0.31

* Nota: Última actualización al 15 de marzo

Fuente: Banorte con datos de la Reserva Federal de Atlanta

Por el otro lado, las cifras que nos parecieron muy relevantes y fueron publicadas esta semana fueron los reclamos de seguro por desempleo. Estos se ubicaron en 191 mil desde 192 mil previo, continuando con los bajos niveles observados desde principios del año y confirmando la fortaleza del mercado laboral. Estos niveles son inferiores a los observados previo a la pandemia, con el promedio en el 2019 en 218 mil. Por su parte, los reclamos continuos (que incluyen a las personas que ya recibieron el beneficio por una semana o más) subieron en 14 mil a 1.694 millones en la semana que terminó el 11 de marzo, muy cerca de los niveles previos a la pandemia en 1.697 millones (ver gráfica abajo). Como resultado, el número de personas que actualmente reciben el seguro como porcentaje de la fuerza laboral se mantuvo en 1.2%. Esta medida está por encima de los bajos niveles de 0.9% observados el año pasado. En este contexto, existen cerca de dos vacantes por cada persona desempleada.



Si bien desde hace varios meses hemos estado escuchando anuncios de recortes por parte de varias empresas, especialmente en el sector de tecnología, lo cierto es que, hasta ahora, esto no se ha reflejado claramente en los indicadores oficiales del mercado laboral. No obstante, algunos indicadores de despidos sí muestran un deterioro. Es de esperarse que empecemos a ver señales de menor fortaleza en el empleo en el corto plazo. Por su parte, aun no es claro el impacto que la crisis en el sector bancario tendrá sobre el mercado laboral, pero los riesgos son claramente a la baja.

En este contexto, todo apunta a que el PIB crecerá a un ritmo sólido en 1T23, pero sí vemos señales de una desaceleración a partir del segundo trimestre. Un menor dinamismo del empleo se reflejará en menor fortaleza del gasto de las familias. El sector manufacturero ya da señales claras de menor resiliencia a pesar de las menores presiones en la cadena de suministros, lo que estimamos podría profundizarse en 2T23 y 3T23.

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.

	Referencia
COMPRA	<i>Cuando el rendimiento esperado de la acción sea mayor al rendimiento estimado del IPC.</i>
MANTENER	<i>Cuando el rendimiento esperado de la acción sea similar al rendimiento estimado del IPC.</i>
VENTA	<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 múltiplos, flujos descontados, suma de las partes o cualquier otro método que pudiese ser aplicable en cada caso específico conforme a la regulación vigente. No se puede dar garantía alguna de que se vayan a lograr los precios objetivo calculados para los valores por los analistas de Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V., ya que esto depende de una gran cantidad de diversos factores endógenos y exógenos que afectan el desempeño de la empresa emisora, el entorno en el que se desempeña e influyen en las tendencias del mercado de valores en el que cotiza. Es más, el inversionista debe considerar que el precio de los valores o instrumentos puede fluctuar en contra de su interés y ocasionarle la pérdida parcial y hasta total del capital invertido.

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

GRUPO FINANCIERO BANORTE S.A.B. de C.V.

Dirección General Adjunta de Análisis Económico y 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
Yazmín 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