

## La Semana en EE.UU.

### Avances en las negociaciones sobre el aumento al techo de endeudamiento

**Semana en Cifras.** La próxima semana habrá una amplia agenda de cifras económicas, destacando aquellas relacionadas con el consumo y el sector manufacturero. En el primer caso, estimamos las ventas al menudeo de abril en +0.8% m/m. El avance se verá apoyado por el alza en el precio de la gasolina al tratarse de cifras nominales, además de mayores ventas en el sector automotriz.

**Lo Destacado sobre Política Monetaria.** Además de la inflación, consideramos que las próximas decisiones del Fed serán muy dependientes de las condiciones crediticias y financieras, especialmente en lo que concierne al posible inicio del ciclo de baja en tasas. Esto se debe al potencial impacto que puede tener la crisis bancaria sobre los estándares de crédito y, por ende, el panorama económico y de precios. En este contexto, será más importante que antes el seguimiento de la *Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices* de la Reserva Federal, misma que se publicó a principios de la semana. Los resultados mostraron un apretamiento de las condiciones crediticias.

**Agenda Política.** La reunión agendada para hoy entre Biden y McCarthy para tratar el tema del techo de endeudamiento se pospuso para principios de la próxima semana. El atraso no significa una mala noticia, sino al contrario. La razón principal es que las discusiones entre el *staff* de ambas partes continuarán inclusive durante el fin de semana. Como hemos venido comentando, a pesar de las tensas negociaciones creemos que se evitará un *default*. Los costos para ambos partidos de permitir que esto suceda son muy altos, especialmente en la antesala de las elecciones presidenciales del próximo año.

**Política Exterior y Comercial.** El mundo se alegró cuando China eliminó las restricciones debido al COVID-19, impulsando la expectativa de que el crecimiento global sería mayor. Sin embargo, lo cierto es que las tensiones geopolíticas parecen estar llevando a varias regiones a una confrontación con el país asiático. En este contexto, la recuperación enfrenta mayores retos. A pesar de esto, el FMI explica en una nota reciente que Asia está preparada para apoyar el crecimiento global este año, impulsada a su vez por China.

**¿Qué llamó nuestra atención esta semana?** Las cifras de la balanza comercial de abril en China generaron preocupaciones sobre si efectivamente será un impulsor del crecimiento global. Cabe mencionar que su recuperación ha estado apoyada por el avance del consumo personal y no por la inversión. Esto significa menor demanda por *commodities*. Si bien coincidimos con el FMI en que el crecimiento de Asia será clave para el PIB global, también lo que ocurra en EE.UU. será primordial para las perspectivas mundiales. Seguimos esperando que no se materialice una recesión este año.

12 de mayo 2023

[www.banorte.com](http://www.banorte.com)  
[@analisis\\_fundam](https://twitter.com/analisis_fundam)

Katia Celina Goya Ostos  
Director Economía Internacional  
[katia.goya@banorte.com](mailto:katia.goya@banorte.com)

Luis Leopoldo López Salinas  
Gerente Economía Internacional  
[luis.lopez.salinas@banorte.com](mailto:luis.lopez.salinas@banorte.com)

## Semana en Cifras

Calendario Semanal: Estados Unidos  
Semana del 15 al 19 de mayo

| Día       | Hora  | Indicador                           | Periodo | Unidad | Banorte | Consenso | Previo |
|-----------|-------|-------------------------------------|---------|--------|---------|----------|--------|
| Lunes 15  | 06:30 | Empire Manufacturing                | may     | índice | 0.0     | -1.5     | 10.8   |
| Martes 16 | 06:30 | Ventas al menudeo                   | abr     | %m/m   | 0.8     | 0.7      | -0.6   |
| Martes 16 | 06:30 | Grupo de control                    | abr     | %m/m   | 0.2     | 0.3      | -0.3   |
| Martes 16 | 07:15 | Producción industrial               | abr     | %m/m   | 0.0     | 0.0      | 0.4    |
| Martes 16 | 07:15 | Producción manufacturera            | abr     | %m/m   | 0.1     | 0.1      | -0.5   |
| Jueves 18 | 06:30 | Solicitudes de seguro por desempleo | may.13  | miles  | 250     | 250      | 264    |
| Jueves 18 | 06:30 | Fed de Filadelfia                   | may     | índice | -25.0   | -18.0    | -31.3  |

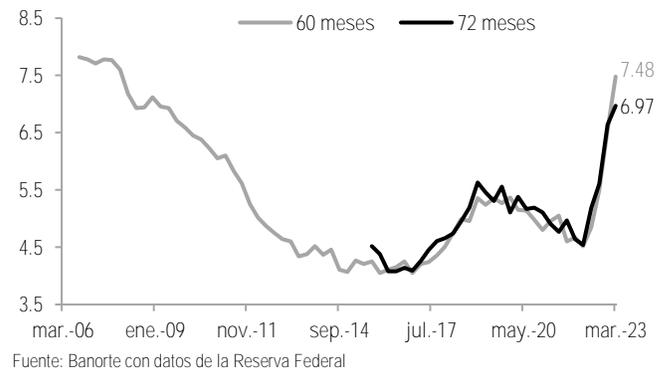
Fuente: Banorte con datos de Bloomberg

La próxima semana habrá una amplia agenda de cifras económicas, destacando aquellas relacionadas con el consumo y el sector manufacturero. En el primer caso, estimamos las ventas al menudeo de abril en +0.8% m/m. El avance se verá apoyado por el alza en el precio de la gasolina al tratarse de cifras nominales, además de mayores ventas en el sector automotriz. El reporte de *Wards* mostró 15.91 millones de unidades anualizadas en el cuarto mes del año, máximo desde mayo de 2021 y por arriba del mes previo en 14.82 millones. Nos parece muy relevante que las ventas siguen sólidas a pesar de ser bienes duraderos, con un componente relativamente alto de ventas a crédito. En este sentido, al cierre del 1T23, la tasa de interés de la banca comercial para la compra de autos nuevos a cinco y seis años se ubicó en 7.48% y 6.97%, respectivamente (ver gráficas abajo). En el grupo de control que excluye autos, gasolina, servicios de comida y materiales de construcción, esperamos +0.2 m/m, tras una contracción de 0.3%. De materializarse, se confirmaría que el dinamismo del consumo continúa a pesar del ciclo alcista de tasas, aunque a un menor ritmo. Esperamos una importante moderación del gasto de las familias en 2T23, pero que se mantenga creciendo. Esto después del avance trimestral anualizado de 3.7% del 1T23.

Precio de la gasolina  
Dólares por galón

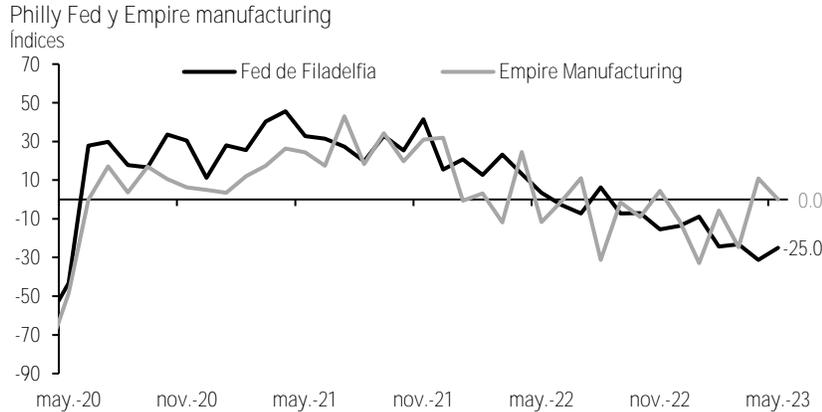


Tasas de interés de los bancos comerciales (préstamos autos nuevos)  
%



Por otro lado, se dará a conocer la actividad industrial de abril en un contexto de claras señales de menor resiliencia del sector manufacturero. Estimamos un avance nulo tras caer 0.4% m/m en marzo. Esto debido a un modesto incremento de 0.1% en las manufacturas, con la debilidad relativa señalizada por el ISM que se ha mantenido en contracción (debajo del umbral de los 50pts) por seis meses consecutivos. En abril se observó tan sólo un ligero repunte de 46.3pts a 47.1pts.

Por su parte, esperamos una caída en los *utilities*, debido a menor demanda por calefacción ante factores climáticos. Asimismo, se darán a conocer los primeros reportes del sector en mayo. Para el *Empire Manufacturing* vemos 0pts. Para el *Philly Fed*, anticipamos -25pts, tras la caída el mes previo de -23.2pts a -31.3pts.



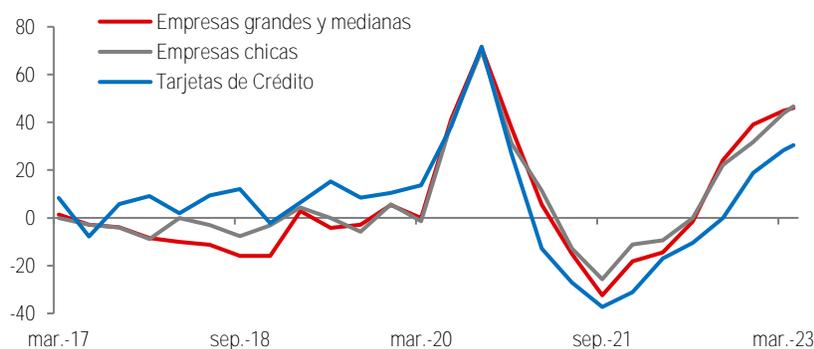
\* Nota: Las cifras de mayo 2023 corresponden a los estimados de Banorte  
Fuente: Banorte con datos del Bloomberg

### Lo Destacado Sobre Política Monetaria

Además de la inflación, consideramos que las próximas decisiones del Fed serán muy dependientes de las condiciones crediticias y financieras, especialmente en lo que concierne al posible inicio del ciclo de baja en tasas. Esto se debe al potencial impacto que puede tener la crisis bancaria sobre los estándares de crédito y, por ende, en el panorama económico y de precios. En este contexto, será más importante que antes el seguimiento de la *Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices* de la Reserva Federal, misma que se publicó a principios de la semana. Los resultados mostraron un apretamiento de las condiciones crediticias.

En la encuesta que corresponde al 1T23, se explicó que, en lo que se refiere a los préstamos a empresas, se reportaron estándares más estrictos y una demanda más débil de préstamos comerciales e industriales a empresas grandes, medianas y pequeñas. Asimismo, se observaron condiciones más estrictas y demanda más débil para todas las categorías de préstamos inmobiliarios comerciales.

Apretamiento de estándares de crédito por bancos grandes\*  
% neto de respuestas



\* Nota: Encuesta realizada a un máximo de 80 bancos grandes y 24 agencias de bancos extranjeros.  
Fuente: Banorte con datos de *Federal Reserve Senior Loan Officer Survey*

Las condiciones también fueron más estrictas para todas las categorías de préstamos a los consumidores. La demanda de préstamos para automóviles y otros préstamos al consumo se debilitó. En tarjetas de crédito se mantuvo básicamente sin cambios. Probablemente, esto se debe al aumento de los costos de financiamiento, aunque también sugiere que los niveles de confianza han caído. Lo anterior sería consistente con una mayor afectación en la demanda de bienes duraderos relativo a los no duraderos. Además, y dadas las recientes quiebras de bancos regionales, se incluyeron tres preguntas especiales sobre los cambios de los bancos en las políticas crediticias:

(1) Las razones por las que los bancos cambiaron estándares para todas las categorías de préstamos. Se habló de cambios relacionados con diferenciales más amplios de las tasas de préstamo sobre el costo de fondeo de los bancos y una relación *loan-to-value* más baja;

(2) Las expectativas de los bancos sobre cambios en los estándares crediticios durante el resto de 2023. Los bancos mencionaron una perspectiva económica menos favorable o más incierta, reducción de la tolerancia al riesgo, deterioro de los valores de las garantías y preocupaciones sobre el financiamiento de los bancos, costos y posiciones de liquidez; y

(3) Las razones de estos cambios. El resultado es que esperan endurecer los estándares para otorgar créditos en todas las categorías. Mencionaron con mayor frecuencia un deterioro esperado en la calidad crediticia de sus carteras de préstamos y en los valores de las garantías de los clientes, una reducción en la tolerancia al riesgo y preocupaciones sobre los costos de fondeo bancario, la posición de liquidez del banco y las salidas de depósitos como razones para esperar un endurecimiento de los estándares de préstamo durante el resto de 2023.

Como ya mencionamos, estos detalles nos parecen muy relevantes debido al énfasis que le dio Powell a este factor. En general, la información de la encuesta apunta a que el crédito será menor, lo que a su vez impactaría a la economía. No obstante, persiste la duda sobre la magnitud de este potencial impacto. En nuestra opinión, el mercado laboral sigue suficientemente fuerte como para anticipar que no resultará en una recesión.

Por otra parte, posterior a la decisión del FOMC ha habido varias intervenciones de miembros del Fed, donde percibimos un tono de cautela buscando flexibilidad en las próximas decisiones de política monetaria. Dicha flexibilidad resalta la alta incertidumbre que persiste en el panorama.

(1) *James Bullard* (St. Louis, sin voto), dijo que probablemente tendrán que subir las tasas para enfriar la inflación, pero esperará a los datos antes de decidir qué movimiento apoyar en junio. En particular, explicó que necesita ver caídas más convincentes en la inflación para decidir que las tasas más altas no son necesarias. En cuanto a la actividad económica, cree que el banco central aún puede lograr un aterrizaje suave, con la inflación regresando al objetivo del 2% sin desencadenar una recesión significativa.

- (2) *Austan Goolsbee* (Chicago, con voto) afirmó que es demasiado pronto para juzgar qué deberán hacer con las tasas de interés cuando se reúnan el próximo mes, aunque la presión bancaria podría hacer parte de su trabajo. Recordó que las condiciones crediticias como las que se están viendo ahora se han correlacionado con recesiones. Recalcó que son dependientes de los datos.
- (3) *John Williams* (Nueva York, con voto), señaló que tiene la mente abierta sobre el próximo movimiento de política monetaria en junio y que monitoreará de cerca las condiciones crediticias y sus efectos en las perspectivas de crecimiento, empleo e inflación. Dijo que tomará un tiempo para que las acciones del Fed se reflejen en la economía y los precios. Williams espera que la inflación se ubique en alrededor de 3.25% este año y alcance el objetivo del 2% en los próximos dos años.
- (4) *Neel Kashkari* (Minneapolis, con voto), comentó que las presiones de precios siguen muy elevadas. Si bien la inflación ha caído, hasta ahora sigue siendo bastante persistente, lo que significa que van a seguir con esto por un periodo prolongado. Por otro lado, aseguró que, si la curva de rendimientos se va a invertir durante un período prolongado de tiempo, eso generará tensiones reales en el sistema bancario.

Tomando en cuenta los recientes comentarios y los reportes de [empleo](#) e [inflación](#) de abril, consideramos que las condiciones están para que efectivamente ya se haya alcanzado la tasa terminal. Por un lado, el mercado laboral se mantiene fuerte, pero con señales de menor dinamismo hacia adelante, mientras que la inflación continúa alta y con presiones, pero seguirá con su tendencia a la baja en los próximos meses. En este contexto, no vimos señales de que el banco central esté preparando el terreno para recortar tasas este año. En su mayoría, las intervenciones destacaron los altos niveles de inflación.

Calendario de intervenciones de miembros del Fed  
Semana del 15 al 19 de mayo

| Fecha      | Hora  | Funcionario       | Región                 | Voto FOMC 2022 | Tema y Lugar  |
|------------|-------|-------------------|------------------------|----------------|---|
| Lunes 15   | 06:45 | Raphael Bostic    | Fed de Atlanta         | No             | Habla en la conferencia anual de mercados financieros de su banco |
| Lunes 15   | 07:15 | Neel Kashkari     | Fed de Minneapolis     | Si             | Habla en una conferencia en Minnesota                             |
| Lunes 15   | 15:00 | Lisa Cook         | Consejo del Fed        | Si             | Da un discurso de graduación en la U.C. Berkeley                  |
| Martes 16  | 06:15 | Loretta Mester    | Fed de Cleveland       | No             | Habla sobre las perspectivas económicas y políticas               |
| Martes 16  | 08:00 | Michael Barr      | Vicepresidente de sup. | Si             | Testifica ante el Comité de Servicios Financieros de la Cámara    |
| Martes 16  | 10:15 | John Williams     | Fed de Nueva York      | Si             | Habla sobre las perspectivas económicas y la política monetaria   |
| Martes 16  | 13:15 | Lorie Logan       | Fed de Dallas          | Si             | Modera un panel de discusión en el Atlanta                        |
| Martes 16  | 17:00 | Austan Goolsbee   | Fed de Chicago         | Si             | Habla junto con Bostic sobre las perspectivas económicas          |
| Jueves 18  | 07:05 | Phillip Jefferson | Consejo del Fed        | Si             | Habla sobre las perspectivas económicas                           |
| Jueves 18  | 07:30 | Michael Barr      | Vicepresidente de sup. | Si             | Testifica ante el Comité Bancario del Senado                      |
| Jueves 18  | 08:00 | Lorie Logan       | Fed de Dallas          | Si             | Habla en la Convención de la Asociación de Banqueros de Texas     |
| Viernes 19 | 06:45 | John Williams     | Fed de Nueva York      | Si             | Habla en conferencia de política monetaria                        |
| Viernes 19 | 07:00 | Michelle Bowman   | Consejo del Fed        | Si             | Habla en la Convención de la Asociación de Banqueros de Texas     |
| Viernes 19 | 09:00 | Jerome Powell     | Presidente del Fed     | Si             | Habla junto con Bernanke en un panel de política monetaria        |

Fuente: Banorte con datos de Bloomberg

## Agenda Política

Se agota el tiempo para resolver el *impasse* sobre el techo de endeudamiento y eliminar el riesgo de un *default*. Recordemos que el gobierno federal alcanzó el límite de la deuda en enero y, desde entonces, el Tesoro ha estado utilizando medidas contables especiales para disponer de efectivo. Esas medidas podrían agotarse tan pronto como el 1 de junio con base en las estimaciones de la secretaria del Tesoro, Janet Yellen. El fin de semana pasado advirtió que "se producirá un caos financiero y económico" con implicaciones en todo el mundo a menos que el Congreso actúe pronto para elevar el límite de endeudamiento. Dijo que no quiere considerar opciones de emergencia, puntualizando que simplemente no hay buenas alternativas. Advirtió que recurrir a la *Enmienda 14*, misma que habla de que la validez de la deuda de EE.UU. no debe ser cuestionada, provocaría una crisis constitucional.

En este tema, el presidente y los principales líderes del Congreso salieron de una reunión el martes –la primera sesión entre Biden y McCarthy desde febrero– sin un plan concreto para poner fin al estancamiento en las negociaciones. También participaron el líder de la mayoría del Senado, Chuck Schumer, el líder de la minoría Republicana del Senado, Mitch McConnell, y el líder Demócrata de la Cámara, Hakeem Jeffries.

Deuda pública total  
Billones de dólares



Fuente: Banorte con datos del US Treasury

La reunión agendada para hoy se pospuso para principios de la próxima semana. El atraso no significa una mala noticia, sino al contrario. La razón principal es que las discusiones entre el *staff* de ambas partes continuarán inclusive durante el fin de semana. Como hemos venido comentando, a pesar de las tensas negociaciones creemos que se evitará un *default*. Los costos para ambos partidos de permitir que esto suceda son muy altos, especialmente en la antesala de las elecciones presidenciales del próximo año. A pesar de lo anterior, y como también hemos comentado, el arreglo muy probablemente será de último momento.

## Política Exterior y Comercial

En medio de la guerra en Ucrania, la relación de China con Rusia ha generado preocupaciones. Mientras que EE.UU. ha sancionado a varias empresas chinas, ahora la Comisión Europea ha propuesto castigos a 8 corporaciones del país asiático acusadas de vender equipos que podrían usarse en armas para la guerra. Los listados propuestos forman parte de los paquetes de sanciones contra Rusia. De las ocho empresas chinas incluidas en la lista, varias ya aparecen en los listados de restricciones de EE.UU. China ha dicho que reaccionará de manera fuerte a las medidas de la Unión Europea.

En esta misma línea de confrontación, Italia ha señalado que tiene la intención de retirarse de un controvertido pacto de inversión con el país asiático antes de fin de año. La primera ministra italiana, Giorgia Meloni, aseguró que, si bien no se ha tomado una decisión final, su gobierno está a favor de abandonar su papel en la iniciativa del *Cinturón y Ruta* de China, conocida popularmente como la *'Nueva Ruta de la Seda'*. Italia se sumó a la iniciativa de infraestructura en 2019, convirtiéndose en el único país del G-7 en formar parte. Sumándose también a este escenario de conflicto, China y Canadá protagonizaron esta semana un escenario de intercambio de expulsiones de diplomáticos.

Por su parte, en la reunión de ministros de finanzas y gobernadores de bancos centrales del G-7 esta semana, la secretaria del Tesoro de EE.UU., Janet Yellen, dijo que podrían tomar medidas contra la coerción económica de China. Las medidas incluyen la posibilidad de ampliar las restricciones a las inversiones en el país asiático, pero aún no se ha tomado una decisión. Ante esta situación, los funcionarios chinos han sugerido posibles represalias si sus empresas continúan enfrentando obstáculos.

En este tenso escenario, el asesor de seguridad nacional de EE.UU., Jake Sullivan, se reunió con el principal diplomático de China, Wang Yi, el jueves. Se especula que éste podría ser el preámbulo para una posible llamada entre el presidente Biden y el mandatario chino, Xi Jinping. Sin embargo, las señales por parte del país asiático han sido de que no están planeando una comunicación próxima.

Ante estas medidas que parece que buscan aislar a China, el país está implementando una estrategia de estímulo al capital privado para colaborar en las principales iniciativas gubernamentales. Sin embargo, entre las debilidades que se mencionan para que pueda lograr sus aspiraciones de convertirse en un verdadero rival tecnológico de EE.UU. se destaca que no tiene una oferta suficiente de semiconductores.

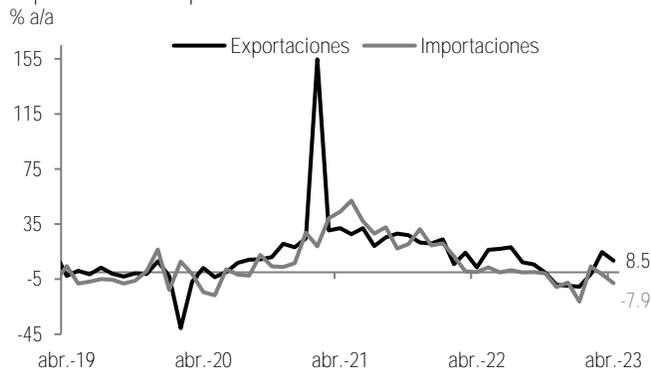
El mundo se alegró cuando China eliminó las restricciones debido al COVID-19, impulsando la expectativa de que el crecimiento global sería mayor. Sin embargo, lo cierto es que las tensiones geopolíticas parecen estar llevando a varias regiones a una confrontación con dicho país. En este contexto, consideramos que la recuperación enfrenta mayores retos.

A pesar de esto, [el Fondo Monetario Internacional](#) estima que China crecerá 5.2% este año y 4.5% en el 2024. El FMI explica en una nota reciente que Asia está preparada para apoyar el crecimiento global este año, impulsada a su vez por China. Esperan que esta última e India generen el 50% del crecimiento mundial en 2023 y que Asia contribuya con el 70%. El FMI pronostica que Asia y el Pacífico se acelerarán a 4.6% este año, desde 3.8% en el 2022. Entre los riesgos para las perspectivas consideran que están los efectos indirectos de un endurecimiento de la política monetaria mayor de lo previsto en EE.UU. y las perturbaciones en las cadenas de suministro. Además, la región también enfrenta importantes desafíos. A corto plazo, deberá mantenerse el endurecimiento de las políticas monetarias y fiscales para reducir la inflación de forma duradera hasta las metas de los bancos centrales y estabilizar la deuda pública. A más largo plazo, esperan que la economía china, que ha sido el principal motor de crecimiento regional y mundial durante décadas, se debilite considerablemente ante los factores demográficos desfavorables y la desaceleración de la productividad. La región debe dar prioridad a las reformas estructurales que impulsen el crecimiento a largo plazo. Por ejemplo, con la innovación y la digitalización, además de acelerar la transición a la energía verde.

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

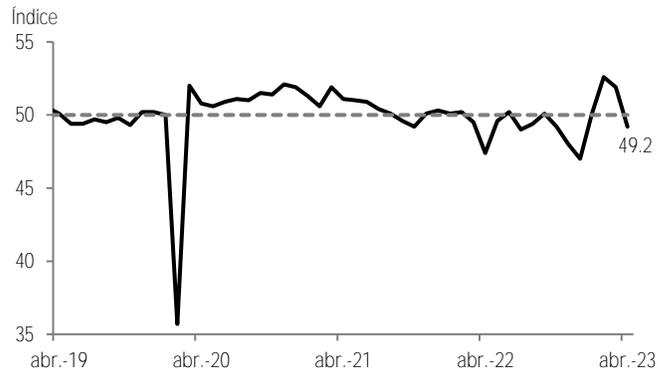
Después de la eliminación de las fuertes restricciones impuestas por China para hacer frente a la pandemia, las perspectivas se tornaron más positivas. Tras un crecimiento del PIB de 3.0% en el 2022, las estimaciones para el 2023 son cercanas al 5.5%, con el objetivo del gobierno en 5.0%. En este contexto, las cifras de la balanza comercial de abril generaron preocupaciones sobre si efectivamente será un impulsor del crecimiento global. Las exportaciones moderaron su ritmo de avance desde 14.8% a/a en marzo a 8.5%, pero mantuvieron un sólido paso. El alza se vio favorecida por bajas bases de comparación. Sin embargo, hacia delante parece difícil que, con menor fortaleza en EE.UU. y en Europa, las exportaciones sigan avanzando a un ritmo tan sólido. Llama la atención que las exportaciones a Rusia crecieron 153% a/a. Esto muestra la solidez de las relaciones comerciales entre ambos países. En este contexto, las ventas al exterior de autos, incluidos Teslas hechos en China, crecieron 200% a/a. Gran parte de este repunte se debió a las ventas a Rusia. En tanto, las importaciones cayeron 7.9% a/a, después de una contracción de 1.4% (ver gráfica izquierda abajo). Esto último es una mala noticia para los socios comerciales del país asiático que esperan que sus economías se vean impulsadas por su dinamismo. Además, son consistentes con el PMI manufacturero de abril que cayó a terreno de contracción en 49.2pts después de tres meses por arriba del umbral neutral de los 50pts (ver gráfica derecha abajo).

Exportaciones e importaciones de China



Fuente: Banorte con datos de Bloomberg

PMI manufacturero\*



\* Nota: La línea punteada denota el umbral neutral de 50pts

Fuente: Banorte con datos del Bloomberg

Cabe mencionar que su recuperación ha estado apoyada por el avance del consumo personal y no por la inversión. La pregunta es si el gasto de las familias puede continuar en medio de un escenario de debilidad del mercado laboral, con una alta tasa de desempleo y niveles en la tasa de ahorro que muestran que la población todavía tiene miedo de gastar. En este contexto, las cifras de crédito y nuevos préstamos también generaron preocupación al resultar muy por debajo de lo estimado.

Si bien coincidimos con el FMI en que el crecimiento de Asia será clave para el PIB global, también lo que ocurra en EE.UU. será primordial para las perspectivas mundiales. De acuerdo con el consenso, la probabilidad de una recesión es de 65%. Según una encuesta de *Bloomberg*, el PIB caerá en 3T23 y 4T23, debido principalmente a una contracción de la inversión privada. Hasta ahora los datos han mostrado mayor fortaleza de lo que se esperaba tras el ciclo alcista del Fed. Si bien con muy poca información hasta ahora, el modelo del Fed de Atlanta, *GDPNow*, estima un crecimiento del PIB en 2T23 de 2.75% t/t anualizado, mucho más fuerte que la expectativa del consenso de +0.1%. Lo que hasta ahora muestra el modelo son contribuciones positivas de todos sus componentes, excepto por la inversión residencial. Cabe recordar, sin embargo, que este modelo incorpora sólo la información que hasta ahora ha sido publicada. Nosotros seguimos esperando que EE.UU. no caiga en una recesión, sino solamente enfrente una pronunciada desaceleración. Asimismo, estimamos que la economía de la Eurozona logrará evitar también una recesión, con el consenso asignando una probabilidad de 45% a que sí se materialice.

## 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 disseminar 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.
- **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, 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 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        |
| 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    | Subdirector 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 |