La Semana en EE.UU.

No vemos un *default* en los bonos del Tesoro, con un acuerdo sobre el límite de endeudamiento tan pronto como la próxima semana

19 de mayo 2023

www.banorte.com
@analisis_fundam

Juan Carlos Alderete Macal, CFA
Director Ejecutivo de Análisis Económico y Estrategia Financiera de Mercados
juan.alderete.macal@banorte.com

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

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

Semana en Cifras. La próxima semana se publicará la primera revisión del PIB del 1T23, el cual se reportó de forma preliminar en +1.1% t/t anualizado. Estimamos que la cifra permanecerá sin cambios. Por otro lado, se dará a conocer el ingreso y gasto personal de abril. Esperamos un avance de +0.3% m/m en el gasto personal real.

Lo Destacado sobre Política Monetaria. La atención estará en la publicación de las minutas de la última reunión del FOMC. Se buscarán señales sobre las próximas acciones del banco central, después de que tanto los analistas, como los mercados, parecen haber descontado que ya se alcanzó la tasa terminal en un rango entre 5.00%-5.25%. Los recientes comentarios de los miembros del Fed han sido mixtos. En el balance, consideramos que con un sesgo ligeramente *hawkish*, dejando en claro que no hay espacio para recortes en tasas este año, contrario a lo que esperan los mercados. Pero tampoco habrá alzas.

Agenda Política. Como hemos comentado, consideramos que las probabilidades de un *default* en EE.UU. son muy bajas. En la antesala de las elecciones presidenciales del próximo año, ni los Republicanos ni los Demócratas están dispuestos a asumir el costo político de un escenario tan grave. A pesar de las dificultades en las negociaciones, el tono de los líderes en torno al tema fue muy optimista el jueves, pero el viernes la situación dio un fuerte giro y las pláticas se detuvieron.

Política Exterior y Comercial. El presidente Biden y otros líderes del G-7 empezaron a llegar el jueves a Japón para la cumbre anual del grupo, con las preocupaciones centradas en China y Rusia. Los líderes están lidiando con la cuestión de cómo disminuir los riesgos provenientes de China, mientras que es inevitable la dependencia que tienen de la segunda economía del mundo en varios frentes. A pesar de esto, lo que sí es un hecho es que EE.UU. está tomando medidas. La participación de las importaciones provenientes del país asiático como porcentaje de todas las compras del exterior se ha ido reduciendo, mientras que la de México ha ido en aumento.

¿Qué llamó nuestra atención esta semana? Las últimas cifras económicas han resultado en su mayoría mixtas, pero parecen existir algunas señales claras de cierta debilidad: (1) El mercado laboral se mantiene fuerte, pero podría empezar a reducir su dinamismo; (2) el sector residencial está estabilizándose después de fuertes caídas desde mediados del año pasado; (3) el gasto de las familias se mantiene sólido, pero se está desacelerando; (4) las condiciones crediticias son más estrictas; (5) las manufacturas se están debilitando; (6) el alza en tasas del Fed parece haber terminado, pero no hay espacio para recortes; y (7) la reapertura de China no está generando el impulso esperado al comercio global. En este contexto, varios modelos están asignando una mayor probabilidad a una recesión.

Documento destinado al público en general

Semana en Cifras

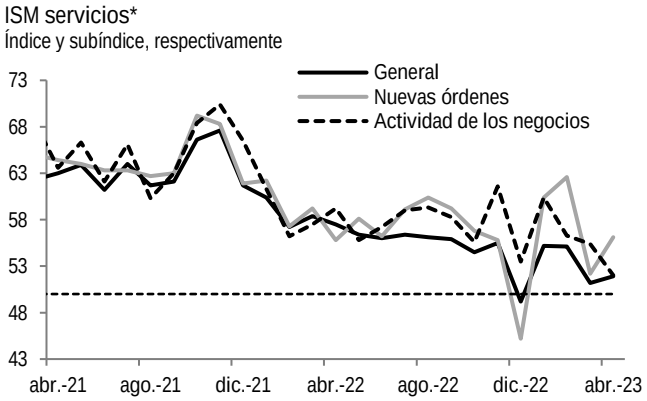
Calendario Semanal: Estados Unidos
Semana del 22 al 26 de mayo

Día	Hora	Indicador	Periodo	Unidad	Banorte	Consenso	Previo
Martes 23	07:45	PMI manufacturero	may (P)	índice	49.9	50.0	50.2
Martes 23	07:45	PMI servicios	may (P)	índice	--	52.5	53.6
Martes 23	07:45	PMI compuesto	may (P)	índice	--	--	53.4
Miércoles 24	12:00	Minutas del Fed	3 may.				
Jueves 25	06:30	Producto interno bruto	1T23 (R)*	%	1.1	1.1	1.1
Jueves 25	06:30	Consumo personal	1T23 (R)*	%	3.7	3.7	3.7
Jueves 25	06:30	Solicitudes de seguro por desempleo	20 may.	miles	245	249	242
Viernes 26	06:30	Balanza comercial	abr	mmd	--	-85.6	-84.6
Viernes 26	06:30	Ingreso personal	ene	%m/m	--	0.4	0.3
Viernes 26	06:30	Gasto de consumo	ene	%m/m	--	0.4	0.0
Viernes 26	06:30	Gasto de consumo personal (real)	ene	%m/m	0.3	0.3	0.0
Viernes 26	06:30	Deflactor del PCE	ene	%m/m	--	0.3	0.1
Viernes 26	06:30	Deflactor subyacente del PCE	ene	%m/m	0.3	0.3	0.3
Viernes 26	06:30	Deflactor del PCE	ene	%a/a	--	4.3	4.2
Viernes 26	06:30	Deflactor subyacente del PCE	ene	%a/a	4.5	4.6	4.6
Viernes 26	08:00	Confianza de la U. de Michigan	may (F)	índice	57.7	58.0	57.7
Viernes 26	08:00	Expectativa de inflación a 1 año	may (F)	índice	4.5	4.5	4.5
Viernes 26	08:00	Expectativa de inflación de 5-10	may (F)	miles	3.1	3.1	3.2

Fuente: Banorte con datos de Bloomberg

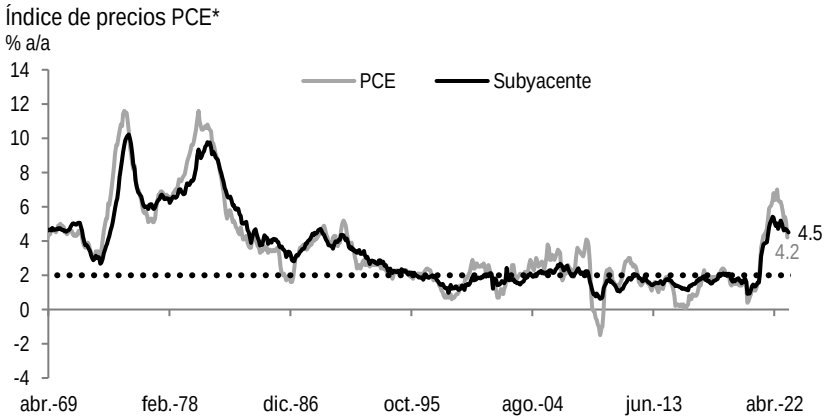
La próxima semana se publicará la primera revisión del PIB del 1T23, el cual se reportó de forma preliminar en +1.1% t/t anualizado. Estimamos que la cifra permanecerá sin cambios. Por otro lado, se dará a conocer el ingreso y gasto personal de abril. Esperamos un avance de +0.3% m/m en el gasto personal real. Destacamos la importancia de este reporte teniendo en cuenta que, a diferencia de las ventas al menudeo que sólo incluyen una categoría de servicios, incorpora el escenario completo del gasto de las familias en bienes y servicios. Vemos riesgos para el consumo de bienes, especialmente duraderos, en un contexto de mayores costos de financiamiento. Sin embargo, los indicadores recientes muestran que continúa el gasto en autos (+0.4% m/m en abril), mientras que la demanda por materiales de construcción también subió (+0.5% m/m), después de una fuerte contracción en marzo. Esto último es consistente con las señales de que el mercado residencial se está estabilizando después de experimentar fuertes caídas desde mediados del año pasado, unos pocos meses después de que inició el ciclo alcista del Fed, como se observa en los inicios y permisos de construcción de vivienda (ver gráfica abajo a la izquierda). En este contexto, las elevadas tasas de interés y los temores de una recesión, que impactan a la demanda, pueden verse contrarrestados en cierta medida, por los bajos niveles de inventarios. Por su parte, empiezan a vislumbrarse algunas señales de que los servicios se están moderando, aunque se mantienen muy sólidos: (1) La categoría de restaurantes y bares dentro de las ventas al menudeo mantuvo un fuerte ritmo en +0.6% m/m, por arriba del +0.3% m/m previo; y (2) el ISM de servicios se mantiene en expansión y subió en abril a 51.9pts desde 51.2pts el mes previo (ver gráfica abajo a la derecha).

Fuente: Banorte con datos de Bloomberg



* Nota: La línea punteada denota el umbral neutral de los 50pts
Fuente: Banorte con datos de Bloomberg

Las miradas estarán también en el deflactor subyacente del consumo personal –el indicador de precios preferido del Fed– que estimamos en +0.3% m/m, con la variación anual en 4.5% desde 4.6% (ver gráfica abajo). Este nivel seguirá siendo alto. A pesar de lo anterior, no vemos que sea una razón para un nuevo incremento en la tasa de referencia del Fed.



* Nota: La cifra subyacente de abril corresponde al estimado de Banorte
Fuente: Banorte con datos de Bloomberg

Lo Destacado Sobre Política Monetaria

Esta semana destacó la participación de Powell. Consideramos que el tono fue más *dovish* que el de otros miembros del banco central, descartando un nuevo incremento en tasas. Pero también dejando en claro que no recortarán. Powell explicó que llevan un largo camino apretando la política monetaria y la postura es restrictiva. Enfrentan incertidumbre sobre los efectos rezagados del ciclo de alzas y sobre la magnitud de la restricción al crédito. Asimismo, dijo que no han tomado ninguna decisión sobre si es apropiado o no seguir subiendo tasas. Destacó que la expectativa del mercado respecto a la trayectoria de las tasas es diferente que la del Fed. Esto en un contexto en el que los inversionistas están esperando recortes este año. Finalmente dijo que puede no ser necesario subir tanto las tasas debido a la restricción en las condiciones crediticias.

Ahora la atención estará en la publicación de las minutas de la última reunión del FOMC. Se buscarán señales sobre las próximas acciones del banco central, después de que tanto los analistas, como los mercados, parecen haber descontado que ya se alcanzó la tasa terminal en un rango entre 5.00%-5.25%. Los recientes comentarios de los miembros del Fed han sido mixtos. En el balance, consideramos que con un sesgo ligeramente *hawkish*, dejando en claro que no hay espacio para recortes en tasas este año, contrario a lo que esperan los mercados. Pero tampoco habrá alzas. En tanto, las cifras económicas muestran que se mantiene la solidez del mercado laboral, pero con señales de menor dinamismo hacia delante, mientras que persisten las presiones en precios. A esto se suma que las condiciones crediticias se han restringido y se espera que sigan haciéndolo en los próximos meses. Esto en un contexto en el que el banco central dejó en claro que las decisiones serán dependientes de los datos.

Esperamos que las minutas muestren menos certeza de que ya se tocó la tasa terminal de lo que hoy está descontado. Sin embargo, consideramos que los crecientes temores de una recesión mantendrán la expectativa de que ya no hay espacio para seguir subiendo las tasas. Lo que sí podría reducirse tras la publicación del documento es la probabilidad asignada a recortes este año.

Calendario de intervenciones de miembros del Fed
Semana del 22 al 26 de mayo

Fecha	Hora	Funcionario	Región	Voto FOMC 2022	Tema y Lugar
Lunes 22	06:30	James Bullard	Fed de St. Louis	No	Habla sobre economía y política monetaria
Lunes 22	09:05	Raphael Bostic	Fed de Atlanta	No	Habla junto con Barkin sobre tecnología
Lunes 22	09:05	Mary Daly	Fed de San Francisco	No	Habla en simposio del NABE
Martes 23	07:00	Lorie Logan	Fed de Dallas	Sí	Da comentarios de bienvenida en una conferencia
Miércoles 24	10:10	Christopher Waller	Consejo	Sí	Habla sobre las perspectivas económicas
Jueves 25	08:30	Susan Collins	Fed de Boston	No	Participa en una charle en Rhode Island

Fuente: Banorte con datos de Bloomberg

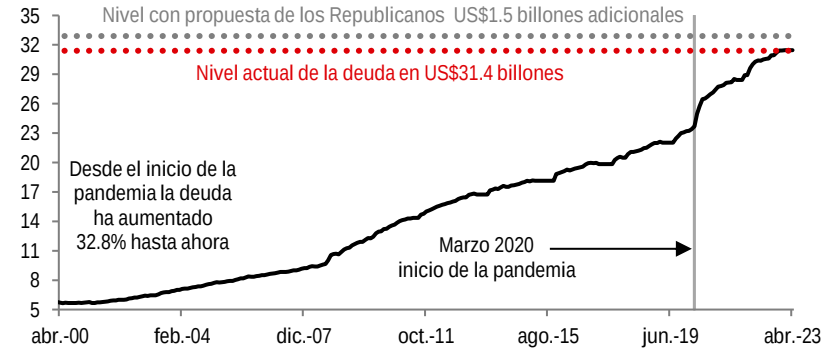
Agenda Política

Como hemos comentado, consideramos que las probabilidades de un *default* en EE.UU. son muy bajas. En la antesala de las elecciones presidenciales del próximo año, ni los Republicanos ni los Demócratas están dispuestos a asumir el costo político de un escenario tan grave. Elevar el techo de endeudamiento, mismo que ya fue aprobado por el Congreso y cuenta con un límite, permite al gobierno pedir prestado para cubrir la diferencia entre el gasto y los ingresos. Desafortunadamente, la aprobación se ha convertido en una herramienta política y en años previos ambos partidos han permitido que se llegue a extremos, aunque no tanto como para que se materialice un escenario de *default*. El caso más difícil se vivió en 2011, lo que llevó a *Standard and Poor's* a bajar por primera vez la calificación de la deuda soberana de EE.UU. (de AAA a AA+). Esto provocó una importante caída en la popularidad de los Republicanos y del presidente Obama. Para evitar un incumplimiento de pagos, este último acordó un recorte de US$2 billones en el déficit presupuestal a lo largo de la siguiente década. En 2013 hubo otro enfrentamiento que terminó con la suspensión temporal del techo.

Los avances hasta ahora incluyen un paquete aprobado por los Republicanos en la Cámara de Representantes (el 26 de abril) que elevaría el techo de la deuda en US$1.5 billones a cambio de un recorte de US$4.8 billones en el déficit presupuestario a lo largo de los próximos 10 años. Pero es un hecho que no pasará en el Senado, que está controlado por los Demócratas. A pesar de las dificultades en las negociaciones, el tono de los líderes en torno al tema fue muy optimista el jueves. El presidente de la Cámara Baja, Kevin McCarthy, dijo que es probable que se llegue a un acuerdo tan pronto como este fin de semana y que espera que se vote sobre el mismo la próxima semana. Explicó que los cinco negociadores aún están discutiendo sobre la magnitud de recortes al gasto y el monto en que se elevaría el techo de la deuda. Por su parte, Chuck Schumer, líder de la mayoría Demócrata en el Senado, dijo que tras esta votación sería el turno de los senadores. Explicó que se podría llamar a los legisladores de regreso a Washington a sesionar durante la próxima semana a pesar de tratarse de un periodo de receso. Esto sería muy positivo teniendo en cuenta que, de acuerdo con la secretaria del Tesoro, Janet Yellen, la fecha límite para evitar un incumplimiento de pagos es el 1 de junio.

Sin embargo, el viernes, la situación dio un abrupto giro. Las negociaciones se detuvieron después de que McCarthy acusó a la Casa Blanca de resistirse a hacer recortes al gasto. Ahora las miradas están en si las platicas se reanudarán el fin de semana.

Deuda pública total
Billones de dólares



Fuente: Banorte con datos del *US Treasury*

En lo que consideramos el remoto caso de un incumplimiento de pagos en EE.UU. la consecuencia más evidente es una recesión. Sin embargo, es probable que no sería solamente eso al tomar en cuenta que los *Treasuries* son considerados como el activo financiero libre de riesgo global. Por lo tanto, estaríamos en una situación inusitada y de alto impacto. Regresando al efecto sobre la economía, cabe recordar que estamos en un contexto en el que la expectativa es que ya nos encaminamos al menos a una importante desaceleración debido al ciclo de alza en tasas del Fed. Un *default* significaría mayores costos para que las empresas, los hogares y el gobierno puedan pedir prestado. En primera instancia, significaría un freno fuerte del consumo (de la mano de una pronunciada caída en la confianza de los consumidores y de los temores que ya existen de menor crédito por los recientes problemas bancarios) y de la inversión.

El mercado laboral se vería fuertemente afectado, impactando a los migrantes y por lo tanto al flujo de remesas a nuestro país. Asimismo, al tratarse de nuestro principal socio comercial, veríamos una importante caída en nuestras exportaciones. Por último, los beneficios esperados del *nearshoring* tendrían que esperar.

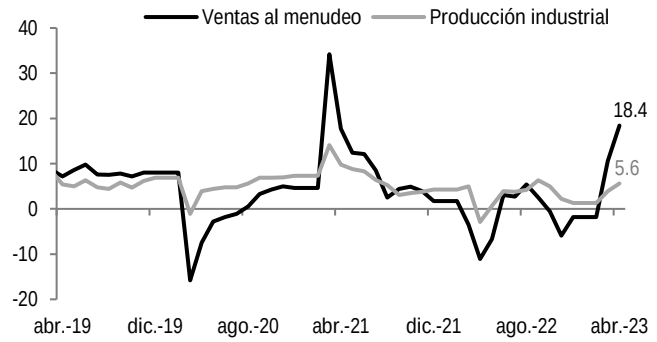
Política Exterior y Comercial

El presidente Biden y otros líderes del G-7 empezaron a llegar el jueves a Japón para la cumbre anual del grupo, con las preocupaciones centradas en China y Rusia. La reunión se extenderá hasta el domingo y se habla de que los siete países están preparados para enfrentar lo que consideran como una coerción económica del gobierno de Xi Jinping. Uno de los mayores retos es reclutar naciones fuera del grupo, especialmente aquellas en lo que se conoce como el 'Sur Global' en África, Medio Oriente, América Latina y otros lugares de Asia. En medio de las fuertes tensiones geopolíticas, se corre el riesgo de que estos países decidan unirse a China, en lugar de a EE.UU. y sus aliados. En este contexto, Japón invitó a los líderes de países como Vietnam, India, Brasil y la Unión Africana.

Los líderes están lidiando con la cuestión de cómo disminuir los riesgos provenientes de China, mientras que es inevitable la dependencia que tienen de la segunda economía del mundo en varios frentes. A pesar de esto, lo que sí es un hecho es que EE.UU. está tomando medidas. La participación de las importaciones provenientes del país asiático como porcentaje de todas las compras del exterior se ha ido reduciendo. Desde que EE.UU. impuso aranceles al comercio con China en marzo de 2018, la participación ha caído de 23% a 16.6%. Mientras tanto, la participación de México en las importaciones estadounidenses de bienes (excluyendo petróleo y gas) subió a 14.8% en los 12 meses hasta marzo desde 13.8% a finales de 2017.

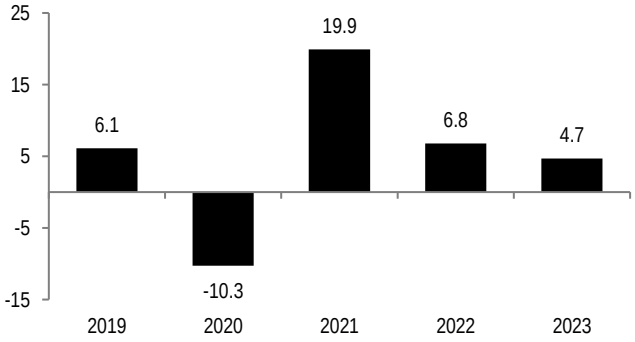
A pesar de las medidas que está tomando el mundo contra China, consideramos que el país mantendrá su fortaleza y seguirá creciendo. Pero lo que parece cada vez más evidente es que la recuperación esperada para este año enfrenta retos y está siendo menos dinámica de lo estimado. En este contexto, la producción industrial se aceleró en abril a +5.6% a/a, pero resultó muy por abajo del estimado del consenso de +10.9%. El avance se vio favorecido por las bajas bases de comparación, mientras que la variación mensual fue de -0.5%. Por su parte, la inversión fija acumulada en los primeros cuatro meses del año avanzó 4.7% a/a, por abajo del 5.1% del 1T23. Finamente, las ventas al menudeo aumentaron a un sólido ritmo de 18.4% a/a, El incremento mensual fue de +0.5% después de un alza de +0.8% el mes anterior. En conjunto, estos datos aluden a un mayor dinamismo doméstico relativo al impulso proveniente del exterior. Destacamos que las variaciones anuales se verán beneficiadas por bajas bases de comparación por varios meses más, pero lo cierto es que el repunte esperado tras la eliminación de la estrategia de cero COVID está siendo menor de lo pronosticado.

China: Ventas al menudeo y producción industrial
% a/a



Fuente: Banorte con datos de Bloomberg

China: Inversión fija
% a/a (acumulado en los primeros cuatro meses del año)



Fuente: Banorte con datos de Bloomberg

Por su parte, en medio de la prolongada guerra en Ucrania, los líderes del G-7 buscarán aumentar las sanciones. Se habla de que la administración de Biden eliminará alrededor de 70 entidades de Rusia y otros países que reciben exportaciones estadounidenses. Asimismo, se comprometerán a mantener los activos soberanos de Rusia inmovilizados hasta que termine la guerra.

Muy importante es que se espera que discutan la posibilidad de una prohibición casi total de las exportaciones a Rusia, aunque la propuesta enfrenta obstáculos importantes. Esto es especialmente complejo en el sector energético, donde la dependencia de varias regiones de los productos provenientes del país liderado por Putin es muy alta. En consecuencia, se mantiene una alta incertidumbre sobre el posible desenlace y alcance de las medidas.

¿Qué llamó nuestra atención esta semana?

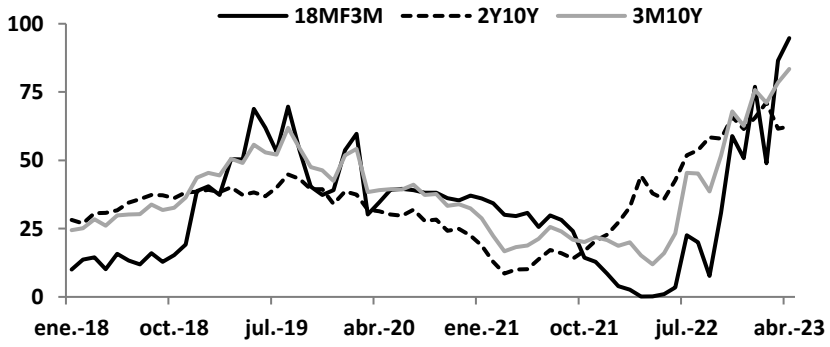
Las últimas cifras económicas han resultado en su mayoría mixtas, pero parecen existir algunas señales claras de cierta debilidad: (1) El mercado laboral se mantiene fuerte, pero podría empezar a reducir su dinamismo, aunque de manera gradual; (2) el sector residencial está estabilizándose después de fuertes caídas desde mediados del año pasado; (3) el gasto de las familias se mantiene sólido, pero se está desacelerando; (4) las condiciones crediticias son más estrictas; (5) las manufacturas se están debilitando; (6) el alza en tasas del Fed parece haber terminado, pero no hay espacio para recortes; y (7) la reapertura de China no está generando el impulso esperado al comercio global.

En este contexto, el modelo del Fed de Nueva York estima una probabilidad de que EE.UU. entre en una recesión a lo largo del próximo año de 68.2%. Esto contrasta con apenas 5% que mostraba en enero de este año. De acuerdo con el NBER, una recesión se define como una disminución significativa en la actividad que se extiende por toda la economía y que dura más de unos pocos meses. El modelo utiliza la curva de rendimientos como un indicador estadísticamente significativo y adelantado como predictor de una recesión. En específico, el diferencial entre las tasas de interés a tres meses y 10 años. Históricamente, ha sido un buen predictor de recesiones al haber anticipado el total de las últimas 8 que han ocurrido en EE.UU.

Actualmente, el *spread* es negativo y ha ampliado su movimiento hacia esa dirección de manera considerable. Sin adentrarnos a los tecnicismos sobre esta medida, la lógica es relativamente sencilla. En primer lugar, siempre es importante recordar que los precios de los activos financieros, incluidos de los bonos (y las tasas de interés asociados a estos) siempre dependen de las expectativas sobre lo que sucederá en el futuro. Si las tasas de interés de corto plazo son más altas que las de plazos más largos (lo que resulta en un *spread* negativo), esto implica que los inversionistas en su conjunto están anticipando recortes de la tasa de referencia hacia delante. A su vez, esto último estaría influenciado por una situación en la cual se proyecta que la economía entrará en cierto momento en una fuerte desaceleración o recesión, forzando al banco central, cuando esto suceda, a disminuir las tasas de interés para impulsar el crecimiento económico y el empleo.

En esta misma línea, otros modelos basados en la curva de rendimientos también muestran elevadas probabilidades de una recesión. La gráfica abajo muestra la probabilidad asignada por un modelo que utiliza como variable explicativa de una recesión el diferencial entre las tasas de 2 y 10 años. El Fed ha argumentado que este no da información adicional. De hecho, el diferencial preferido por el banco central es el de la tasa de 3 meses que se espera en 18 meses (tasa *forward*) y la tasa de 3 meses hoy. Con base en esto, la próxima gráfica muestra la probabilidad de una recesión con base en tres diferentes modelos que, a su vez, utilizan diferentes métricas como predictores: (1) El diferencial ya mencionado; (2) el *spread* entre la tasa de interés de los *Treasuries* de 10 años vs. los de 2 años; y (3) el diferencial entre las tasas de los bonos del Tesoro de 10 años y los que vencen en tres meses.

Probabilidad asignada a una recesión en los próximos doce meses
%



Fuente: Banorte con datos de Bloomberg

A pesar de lo anterior, lo cierto es que el balance para el PIB durante 2T23 es muy positivo hasta ahora. Esto alude a que una recesión todavía no se vislumbra en el horizonte más inmediato. Los indicadores ya publicados hasta el 17 de mayo, incorporados en el modelo *GDPNow* del Fed de Atlanta, estiman un crecimiento de 2.87% t/t anualizado, muy por arriba del +0.1% del consenso de analistas para el trimestre (de acuerdo con *Bloomberg*). Esto no quiere decir que el crecimiento resultará así, sobre todo porque la economía enfrenta importantes vientos en contra, pero no vemos que sean lo suficientemente fuertes como para que se materialice una recesión.

No obstante, si consideramos muy probable que habrá una importante desaceleración. Con todo esto en mente, la pregunta y sus implicaciones para los activos financieros persiste: ¿Habrá una recesión o no? En caso de que sí suceda, que nosotros no anticipamos este año, la siguiente interrogante es: ¿De qué magnitud sería? Lo que sí es un hecho es que los precios de los instrumentos reaccionarán a las expectativas y eventual resolución de estas cuestiones.

Indicador de contribuciones al PIB del 2T23*
Pp

GDPnow	2.89
Consumo	1.10
Estructuras	0.03
Equipo y software	0.08
Propiedad intelectual	0.34
Residencial	0.02
Cambio en inventarios	0.60
Exportaciones netas	0.34
Gasto de gobierno	0.37

* Última actualización al 17 de mayo
Fuente: Banorte con datos de la Reserva Federal de Atlanta

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.
- ***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, no recibimos, ni recibiremos compensación distinta a la de Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. por la prestación de nuestros servicios.

Declaraciones relevantes.

Conforme a las leyes vigentes y los manuales internos de procedimientos, los Analistas tienen permitido mantener posiciones largas o cortas en acciones o valores emitidos por empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores y que pueden ser el objeto del presente reporte, sin embargo, los Analistas Bursátiles tienen que observar ciertas reglas que regulan su participación en el mercado con el fin de prevenir, entre otras cosas, la utilización de información privada en su beneficio y evitar conflictos de interés. Los Analistas se abstendrán de invertir y de celebrar operaciones con valores o instrumentos derivados directa o a través de interpósita persona, con Valores objeto del Reporte de análisis, desde 30 días naturales anteriores a la fecha de emisión del Reporte de que se trate, y hasta 10 días naturales posteriores a su fecha de distribución.

Remuneración de los Analistas.

La remuneración de los Analistas se basa en actividades y servicios que van dirigidos a beneficiar a los clientes inversionistas de Casa de Bolsa Banorte y de sus filiales. Dicha remuneración se determina con base en la rentabilidad general de la Casa de Bolsa y del Grupo Financiero y en el desempeño individual de los Analistas. Sin embargo, los inversionistas deberán advertir que los Analistas no reciben pago directo o compensación por transacción específica alguna en banca de inversión o en las demás áreas de negocio. Actividades de las áreas de negocio durante los últimos doce meses.

Actividades de las áreas de negocio durante los últimos doce meses.

Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V.*, a través de sus áreas de negocio, brindan servicios que incluyen, entre otros, los correspondientes a banca de inversión y banca corporativa, a un gran número 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	*Cuando el rendimiento esperado de la acción sea mayor al rendimiento estimado del IPC.*
MANTENER	*Cuando el rendimiento esperado de la acción sea similar al rendimiento estimado del IPC.*
VENTA	*Cuando el rendimiento esperado de la acción sea menor al rendimiento estimado del IPC.*

Aunque este documento ofrece un criterio general de inversión, exhortamos al lector a que busque asesorarse con sus propios Consultores o Asesores Financieros, con el fin de considerar si algún valor de los mencionados en el presente reporte se ajusta a sus metas de inversión, perfil de riesgo y posición financiera.

Determinación de precios objetivo

Para el cálculo de los precios objetivo estimado para los valores, los analistas utilizan una combinación de metodologías generalmente aceptadas entre los analistas financieros, incluyendo de manera enunciativa, más no limitativa, el análisis de múltiplos, flujos descontados, suma de las partes o cualquier otro método que pudiese ser aplicable en cada caso específico conforme a la regulación vigente. No se puede dar garantía alguna de que se vayan a lograr los precios objetivo calculados para los valores por los analistas de Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V, ya que esto depende de una gran cantidad de diversos factores endógenos y exógenos que afectan el desempeño de la empresa emisora, el entorno en el que se desempeña e influyen en las tendencias del mercado de valores en el que cotiza. Es más, el inversionista debe considerar que el precio de los valores o instrumentos puede fluctuar en contra de su interés y ocasionarle la pérdida parcial y hasta total del capital invertido.

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

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

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 Godinez	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 Zaldívar	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	hugoa.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.ceballos@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.roldan.ferrer@banorte.com	(55) 1670 - 1899