

La Semana en EE. UU.

La baja en la calificación de la deuda soberana por Fitch ha tenido efectos limitados

Semana en Cifras. Estimamos la inflación de julio en +0.2% m/m, con la variación anual en 3.2% desde 3.0% previo. El alza no sorprendería ante una base de comparación menos favorable que el mes anterior. Para el componente subyacente también esperamos +0.2% m/m, manteniéndose en 4.8% a/a, confirmándose que permanecen algunas presiones.

Lo Destacado sobre Política Monetaria. Después del colapso de *Silicon Valley Bank* y en medio del ciclo alcista del Fed, las condiciones financieras han cobrado mayor relevancia. En este contexto, el banco central publicó la encuesta de opinión sobre *Otorgamiento de Créditos Bancarios* de julio de 2023, la cual abordó los cambios en los estándares y términos de la demanda de préstamos a empresas y hogares en 2T23. En general, se observaron condiciones más estrictas. En otros temas, Jeffrey Schmid fue nombrado presidente de la Reserva Federal de Kansas City, sustituyendo a Esther George quien se retiró a principios de este año. Schmid asumirá el cargo oficialmente el 21 de agosto.

Agenda Política. Trump llegó este jueves a Washington para declarar ante la justicia. Este es el tercer caso penal en su contra y el fiscal de distrito del condado de Fulton, Georgia, anunciará pronto si presentará una cuarta acusación relacionada con su investigación de interferencia electoral en el estado. Tras estos eventos, *Real Clear Politics* muestra que las intenciones de voto para el expresidente son de 44% y de 44.9% para Biden.

Política Exterior y Comercial. De acuerdo con algunas fuentes, Biden firmará a mediados de este mes una orden ejecutiva que limita las inversiones tecnológicas críticas de EE. UU. en China. La medida se enfoca en semiconductores, inteligencia artificial y computación cuántica, y no afectará ningún proyecto existente. Sin embargo, Republicanos de la Cámara están presionando para incluir también la compra de acciones y bonos chinos.

¿Qué llamó nuestra atención esta semana? De manera sorpresiva, el 1 de agosto, Fitch bajó la calificación de la deuda soberana de EE. UU. de 'AAA' a 'AA+' con perspectiva estable. La agencia explicó que la decisión se debe al esperado deterioro fiscal en los próximos tres años, la alta y creciente deuda pública y afectaciones en la gobernanza en las últimas dos décadas relativo a países comparables con calificaciones 'AA' y 'AAA'. Esto podría tener efectos en diferentes frentes: (1) Financiero, por una mayor volatilidad y la amplia utilización de *Treasuries* como colateral; (2) la política económica de EE. UU. en caso de inducir esfuerzos por una mayor consolidación fiscal y; (3) la narrativa sobre el proceso de desdolarización. En general, consideramos que el impacto de esta decisión en los mercados financieros será limitado, al menos en el corto plazo.

4 de agosto 2023

[@analisis_fundam](http://www.banorte.com/analiseconomico)

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



Ganadores del premio 2023 a los mejores pronosticadores económicos de México, otorgado por *Focus Economics*

Documento destinado al público en general

Semana en Cifras

Calendario Semanal: Estados Unidos

Semana del 7 al 11 de agosto

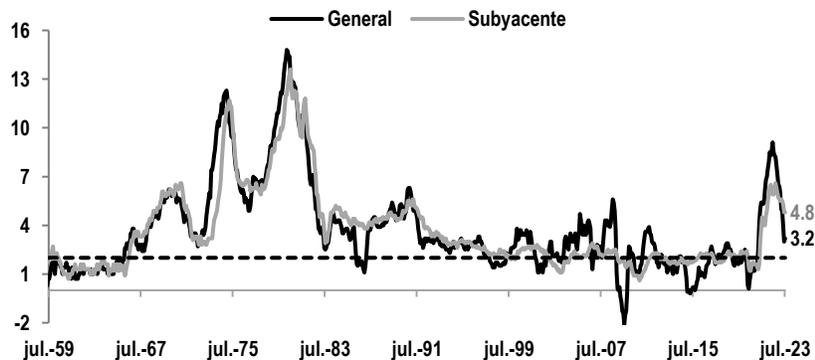
Día	Hora	Indicador	Periodo	Unidad	Banorte	Consenso	Previo
Martes 8	06:30	Balanza comercial	jun	mmd	--	-65.0	-69.0
Jueves 10	06:30	Precios al consumidor	jul	%m/m	0.2	0.2	0.2
Jueves 10	06:30	Subyacente	jul	%m/m	0.2	0.2	0.2
Jueves 10	06:30	Precios al consumidor	jul	% a/a	3.2	3.3	3.3
Jueves 10	06:30	Subyacente	jul	% a/a	4.8	4.8	4.8
Jueves 10	06:30	Solicitudes de seguro por desempleo	5 ago.	miles	227	230	227
Viernes 11	08:00	Confianza de la U. de Michigan	ago (P)	índice	70.0	71.5	71.6
Viernes 11	08:00	Expectativa de inflación a 1 año	ago (P)	subíndice	--	--	3.4
Viernes 11	08:00	Expectativa de inflación a 1 año	ago (P)	subíndice	--	--	3.0

Fuente: Banorte con datos de Bloomberg

Estimamos la inflación de julio en +0.2% m/m, con la variación anual en 3.2% desde 3.0% previo. Esta última alza no sorprendería ante una base de comparación menos favorable que el mes anterior, recordando que el máximo de este último ciclo inflacionario (en 9.1%) se alcanzó en junio de 2022. Además de este efecto, el reporte se vería impulsado por un ligero incremento en el precio de la gasolina ante referencias internacionales del petróleo más elevadas, lo que se materializaría tras el aumento de +1.0% m/m en junio.

Inflación*

% a/a



* Nota: Las cifras de julio 2023 corresponden a los estimados de Banorte

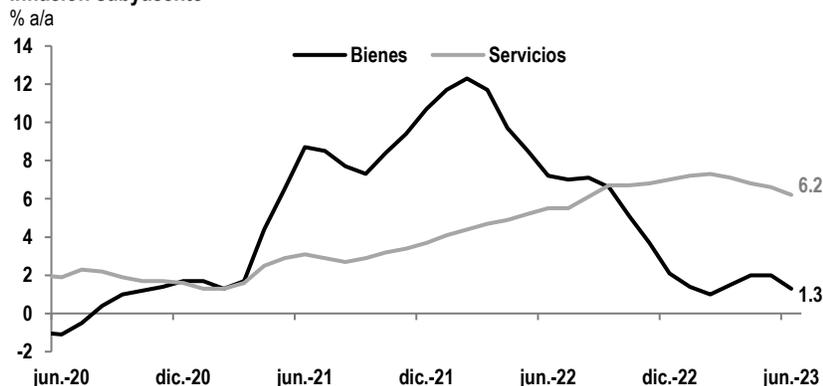
Fuente: Banorte con datos del BLS

Para el componente subyacente también esperamos +0.2% m/m, manteniéndose en 4.8% a/a. En nuestra opinión, esto confirmaría que permanecen algunas presiones. Tras una caída de los precios de los bienes en junio de -0.1% m/m (1.3% a/a), estimamos un avance sólo moderado. Los autos usados se contrajeron después de dos meses de fuertes avances, tendencia que muy probablemente se habrá mantenido. De acuerdo con el *Índice de Valor de Vehículos Usados* de Manheim, los costos en las subastas cayeron 1.0% en la primera quincena de julio respecto a junio.

En lo que se refiere a los servicios, esperamos un avance de +0.3% m/m, muy similar [al de junio](#). Recordemos que en dicho periodo los costos de alquiler se moderaron de forma importante. Todo parece apuntar a que esta tendencia continuará. De acuerdo con *CoStar Group*, las rentas subieron 1.1% a/a en junio, por debajo del 2.8% observado en marzo.

La razón principal es que hay más oferta, con la construcción de unidades de departamentos en máximos. Por otro lado, la demanda ha caído conforme la población se ajusta a la vida después de la pandemia. Los adolescentes se están quedando con sus padres y aquellos que tienen compañeros para vivir prefieren compartir que irse solos a un departamento.

Inflación subyacente



Fuente: Banorte con datos del BLS

Si bien esperamos un reporte relativamente positivo, consideramos que la inflación subyacente se mantendrá elevada, apoyando nuestra expectativa de que aún falta un alza más de 25pb por parte del Fed para llegar a la tasa terminal.

Lo Destacado Sobre Política Monetaria

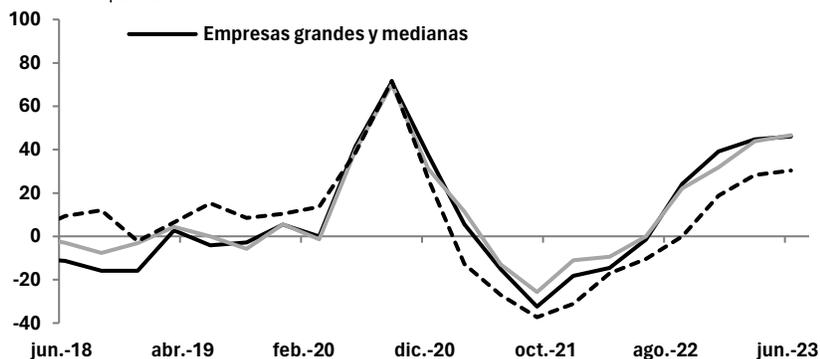
Después del colapso de *Silicon Valley Bank* y en medio del ciclo alcista del Fed, las condiciones financieras han cobrado mayor relevancia. En este contexto, el banco central publicó la encuesta de opinión sobre *Otorgamiento de Créditos Bancarios* de julio de 2023, la cual abordó los cambios en los estándares y términos de la demanda de préstamos a empresas y hogares en 2T23.

Los encuestados reportaron estándares más estrictos y una demanda más débil de préstamos comerciales e industriales por empresas grandes, medianas y pequeñas. Al mismo tiempo, se observó un apretamiento en los créditos destinados a los consumidores. La demanda por créditos para automóviles se debilitó, mientras que no hubo cambios en los relacionados con las tarjetas de crédito.

La encuesta incluyó dos grupos de preguntas especiales, destacando aquellas sobre las perspectivas de los bancos relativo a los cambios a los estándares para otorgar créditos en 2S23 y las razones de estas modificaciones. Informaron que esperan endurecer aún más los estándares en todas las categorías de préstamos y mencionaron con mayor frecuencia una perspectiva menos favorable o más incierta, así como el deterioro esperado en los valores de las garantías y la calidad crediticia. En cuanto a las razones por las que han apretado los estándares, mencionaron una reducción de la tolerancia al riesgo, el deterioro de sus posiciones de liquidez, el empeoramiento de los problemas específicos de la industria y una mayor preocupación por los efectos de los cambios legislativos, entre los más importantes.

Apretamiento de estándares de crédito por bancos grandes*

% neto de respuestas



Fuente: Banorte con datos de Federal Reserve Senior Loan Officer Survey

Recordemos que el apretamiento de las condiciones crediticias puede tener un impacto similar a los incrementos en la tasa de referencia del Fed. En este contexto, la encuesta sugiere menos presiones para que el banco central continúe con el ciclo de alzas, pero no cambia nuestra expectativa de un último movimiento de +25pb en septiembre.

Pasando a otros frentes, hubo pocos comentarios de miembros del banco central esta semana, los que consideramos que enviaron señales mixtas. Del lado *hawkish*, Austan Goolsbee de Chicago (con derecho a voto este año) dijo que, si bien los datos le dan esperanzas de que la inflación se está moderando, se necesita más evidencia antes de que dejen de subir tasas. Con un tono más *dovish*, Raphael Bostic de Atlanta, sin voto, comentó que deben de ser cuidadosos para no apretar de más la política monetaria. En esta misma línea, Barkin de Richmond, también sin voto, destacó que el hecho de que la inflación esté cediendo puede estar indicando que la economía tendrá un aterrizaje suave.

Por último, Jeffrey Schmid fue nombrado presidente de la Reserva Federal de Kansas City, sustituyendo a Esther George quien se retiró a principios de este año. Schmid asumirá el cargo oficialmente el 21 de agosto. Jeffrey nació en Nebraska y tiene amplia experiencia en la banca. Se desempeñó como director ejecutivo de *Mutual of Omaha Bank* durante 12 años antes de la adquisición del banco comunitario. Actualmente, es el presidente de la *Southwestern Graduate School of Banking* de la *Southern Methodist University*, con sede en Dallas. Schmid no será miembro con derecho a voto del FOMC sino hasta 2025, pero participará en las reuniones a partir de septiembre (reunión en la que se actualizará el *dot plot* y las expectativas macroeconómicas).

Calendario de intervenciones de miembros del Fed

Semana del 7 al 11 de agosto

Fecha	Hora	Funcionario	Región	Voto FOMC 2022	Tema y Lugar
Lunes 7	06:30	Raphael Bostic	Fed de Atlanta	No	Habla en evento del Fed
Lunes 7	06:30	Michelle Bowman	Consejo	Sí	Habla en evento del Fed
Martes 8	06:15	Patrick Harker	Fed de Filadelfia	Sí	Habla sobre el panorama económico en Filadelfia
Jueves 10	13:00	Raphael Bostic	Fed de Atlanta	No	Da comentarios de bienvenida en webinar del Fed
Jueves 10	14:15	Patrick Harker	Fed de Filadelfia	Sí	Habla sobre empleo en evento virtual

Fuente: Banorte con datos de Bloomberg

Agenda Política

Una encuesta de *CNN Politics* mostró que la mitad de los estadounidenses cree que la economía está empeorando. A pesar de que el balance total de las cifras recientemente publicadas es positivo, la percepción es negativa ya que el 51% piensa que se vive una recesión y/o se está empeorando. Sólo 20% considera que las condiciones están mejorando y otro 28% que se están estabilizando. Este pesimismo, junto con un bajo índice de aprobación del presidente Biden [–como lo comentamos en esta sección la semana pasada–](#) implica desafíos en su intento por reelegirse en el 2024.

En concreto, la encuesta muestra que el índice de aprobación general de Biden es del 41%, casi a la par de donde ha estado desde marzo. Además, es similar a lo que se observa en *Real Clear Politics*, en 42.1%. Hablando sobre su evaluación del manejo de la economía, sólo 37% considera que es buena, mientras que únicamente el 30% apoya lo que ha hecho su administración en el combate a la inflación. Cabe señalar que históricamente casi todos los presidentes que fueron electos para un segundo mandato tenían números más fuertes en este punto.

En este sentido, seguimos viendo retos relevantes a superar por parte de Biden. No obstante, el panorama para los Republicanos también luce sombrío ya que Trump llegó este jueves a Washington para declarar ante la justicia. El expresidente se declaró inocente de los cargos de conspiración para obstruir las elecciones presidenciales de 2020 e interferir con los derechos de voto de millones de estadounidenses. Se espera que permanezca libre a medida que avanza la acusación. Este es el tercer caso penal en su contra y el fiscal de distrito del condado de Fulton, Georgia, anunciará pronto si presentará una cuarta acusación relacionada con su investigación de interferencia electoral en el estado. Tras estos eventos, *Real Clear Politics* muestra que las intenciones de voto para el expresidente son de 44% y de 44.9% para Biden.

Política Exterior y Comercial

De acuerdo con algunas fuentes, Biden firmará una orden ejecutiva a mediados de este mes que limita las inversiones tecnológicas críticas de EE. UU. en China. La medida se enfoca en semiconductores, inteligencia artificial y computación cuántica, y no afectará ninguna inversión existente. Sin embargo, Republicanos de la Cámara están presionando a la actual administración a incluir también la compra de acciones y bonos chinos. Mike Gallagher, presidente del Comité de China de la Cámara, expresó a la Casa Blanca que se debería cubrir también la participación de EE. UU. en los mercados públicos, no sólo las inversiones directas de capital privado y capital de riesgo.

En medio de este entorno de evidentes tensiones, la secretaria de Comercio, Gina Raimondo, planea visitar China la semana del 21 de agosto, aunque las fechas aún no son definitivas. Asimismo, la administración de Biden ha invitado al recién nombrado secretario de Relaciones Exteriores de China, Wang Yi, a visitar EE. UU. para intentar reestablecer el diálogo entre ambos países. No se ha fijado una fecha, pero se habla de que podría ser durante la Asamblea General de la ONU a mediados de septiembre.

A pesar de los intentos de diálogo y de una relación de mayor cooperación entre ambos países, las tensiones no dejan de escalar y no vemos una solución en el corto plazo.

¿Qué llamó nuestra atención esta semana?

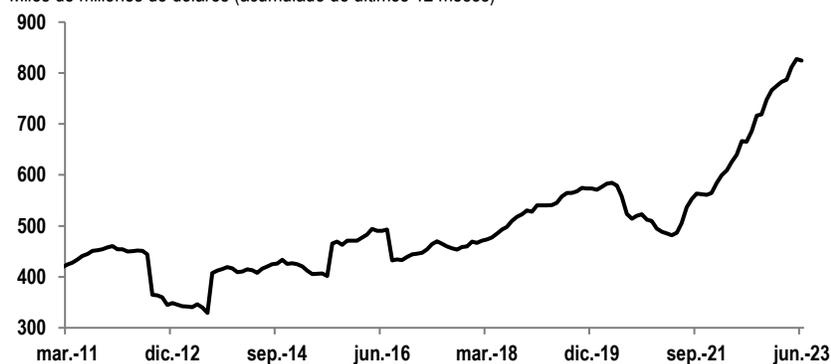
De manera sorpresiva, el 1 de agosto, Fitch bajó la calificación de la deuda soberana de EE. UU. de ‘AAA’ a ‘AA+’ con perspectiva estable. La agencia explicó que la decisión se debe al esperado deterioro fiscal en los próximos tres años, la alta y creciente deuda pública y afectaciones en la gobernanza en las últimas dos décadas relativo a países comparables con calificaciones ‘AA’ y ‘AAA’. Esto último se ha manifestado continuamente en diferencias sobre el límite de la deuda y resoluciones de último momento, generando un daño en la confianza sobre el manejo fiscal. Adicionalmente, el gobierno carece de un marco fiscal de mediano plazo, a diferencia de otros países similares, además de contar con un proceso presupuestal muy complejo. A lo anterior es necesario incorporar varios choques económicos, recortes a los impuestos y nuevas iniciativas de gasto que han contribuido a incrementos sucesivos en la deuda durante la última década. La agencia calificadora estima un déficit fiscal del 6.3% del PIB en el 2023, 6.6% en el 2024 y 6.9% en el 2025, desde 3.7% en el 2022. Además, anticipan una recesión en 4T23 y 1T24.

La decisión ha sido criticada por varios analistas y también por la secretaria del Tesoro, Janet Yellen, quien afirmó estar en total desacuerdo, describiendo la baja en la calificación como “arbitraria” y “basada en datos desactualizados”. Mientras que el economista Lawrence Summers dijo que la acción es “inepta”, ahora que la economía está más fuerte de lo esperado.

Esta situación se asemeja a la de S&P en el 2011 en medio de las arduas negociaciones alrededor del techo de endeudamiento. Sin embargo, las condiciones actuales son distintas en varios frentes. Los mercados financieros en ese momento estaban particularmente nerviosos debido a la lenta recuperación de EE. UU. y a los efectos secundarios de la crisis de la deuda soberana de la Eurozona. Mientras tanto, la perspectiva fiscal a corto y mediano plazo es peor hoy que en 2011. La relación entre la deuda federal y el PIB en 2011 era del 66% y este año se espera que alcance el 98%. En conjunto con el aumento de las tasas por parte del Fed desde mediados del año pasado, el pago por intereses de la deuda de EE. UU. se ha incrementado con fuerza, como se muestra en la siguiente gráfica:

Gasto en intereses de la deuda

Miles de millones de dólares (acumulado de últimos 12 meses)



Fuente: Banorte con datos del Tesoro de EE. UU.

Teniendo en cuenta todo lo anterior consideramos que puede haber efectos en distintos frentes. Entre ellos, resaltamos:

(1) *Canal financiero, por una mayor volatilidad en los mercados y la amplia utilización de los Treasuries como colateral.* En general, se habla sobre la posibilidad de ventas forzadas de activos derivado de la decisión como un riesgo, aunque muy limitado. En el primer caso, sí hemos visto algo de incremento en la volatilidad (e.g. índices VIX y MOVE, así como las vols implícitas en divisas), situación que probablemente afectó en cierta medida a todos los activos financieros. No obstante, es importante decir que también se dio en conjunto con el anuncio del Tesoro de EE. UU. de un aumento en la oferta de instrumentos para resarcir su posición de efectivo. En nuestra opinión, esto último fue más importante en el empujamiento de la curva de rendimientos en los últimos días. Además, no hay que dejar de lado el cambio de la estrategia de ‘control de la curva’ del *BoJ*, sobre todo por la importancia del JPY como divisa de fondeo y del papel que juegan los fondos de pensiones de ese país en el mercado financiero internacional. Respecto al uso de los *Treasuries* como colateral en un sinfín de operaciones financieras, es importante mencionar que: (1) Las regulaciones bancarias de Basilea III le otorgan la misma ponderación de 0% de descuento para fines de reservas de capital a instrumentos con calificación desde ‘AAA’ a ‘AA-’; (2) en transacciones derivadas y *haircuts*, se habla de los *Treasuries* como aceptables y el descuento depende del plazo y tipo de instrumento, no de la calificación crediticia; y (3) muchos mandatos de fondos indizados ya consideran a los *Treasuries* como activo libre de riesgo, situación que empezó a cambiar desde la crisis financiera de 2007 y 2008 y que es importante ya que son mencionados como ‘clase de activo’, no con base en su calificación, lo que supone que muchos de ellos no tendrían que realizar ventas forzadas tras el anuncio.

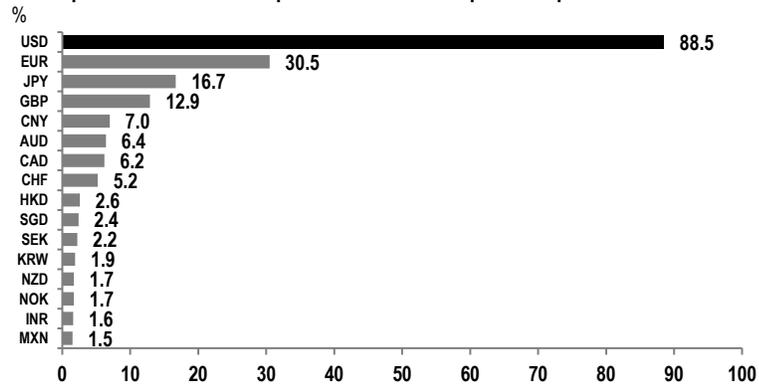
(2) *Potenciales cambios en la política fiscal de EE. UU.* Como se sabe desde hace muchos años, la trayectoria de los déficits fiscales y la deuda pública es insostenible en el mediano plazo. En este contexto, el recorte “podría” inducir esfuerzos por una mayor consolidación fiscal. En este caso, también tendría el potencial de repercutir en menores expectativas de crecimiento y, por ende, impactar las apuestas sobre la trayectoria de política monetaria del Fed.

Sin embargo, no anticipamos que esto se materialice, sobre todo si el impacto de la decisión es contenido en los costos de financiamiento. En este sentido, creemos que seguirá siendo utilizado más como una “arma política” ante las fuertes divergencias entre los Republicanos y Demócratas y las amenazas de no incrementar el techo de deuda (y llevar eventualmente a un *default*) como un instrumento para concesiones en las negociaciones sobre el presupuesto. En general, creemos que no resultará en cambios e impactos significativos en la economía y trayectoria fiscal de corto plazo. También es importante decir que la fecha límite para aprobar la legislación sobre el presupuesto 2024 es el 30 de septiembre, por lo que este anuncio podría complicar las negociaciones. Asimismo, recordemos que el techo de endeudamiento se suspendió hasta enero del 2025. Si bien con medidas extraordinarias se podría ganar tiempo para un acuerdo hasta mediados de dicho año, las negociaciones para elevarlo o suspenderlo seguramente volverán a ser arduas.

(3) Alimenta la narrativa sobre la desdolarización. La idea de una eventual pérdida del estatus del USD como moneda de reserva ha ido ganando popularidad ante el proceso de ‘desglobalización’, creciente importancia de China y las sanciones a Rusia por la guerra en Ucrania, entre otros factores. Si bien sí podría ser un factor relevante en el mediano plazo en la medida en que la postura fiscal de EE. UU. siga deteriorándose, la falta de una clase de activo alternativo que pueda funcionar como ‘activo libre de riesgo global’ significa que no existen opciones creíbles para una aceleración de dicha tendencia, al menos en el corto plazo. La infraestructura financiera global ha ido evolucionando por décadas con el dólar como principal moneda de intercambio para las transacciones comerciales y financieras. Además, la profundidad y liquidez de los *Treasuries* y el USD (como se puede ver en las encuestas del BIS) no tiene rival. Por lo tanto, es poco probable que en el corto plazo tenga un impacto significativo.

En este tema, desde hace tiempo ha estado comentándose sobre la posibilidad de que el yuan pueda asumir el rol de moneda predominante. Además, China ha estado buscando poner a su moneda en una mejor posición dentro del sistema financiero internacional. Entre los recientes movimientos destacamos acuerdos con Argentina y Brasil para su adopción como forma de pago a las importaciones provenientes del país asiático. Asimismo, ya ha realizado transacciones en yuanes incluso con Francia. Sin embargo, cabe destacar que a pesar del aumento en la participación de su moneda en las operaciones globales durante los últimos años (y ser la moneda más importante de mercados emergentes), es tan sólo una pequeña proporción de las transacciones mundiales, como se muestra en la siguiente gráfica. En nuestra opinión, falta mucho, y existen muchos obstáculos y dudas en el camino, para que esto pudiera materializarse. La falta de mercados profundos y con un andamiaje institucional sólido para la protección de los derechos de propiedad, son sólo un par entre muchos obstáculos que tendrá que enfrentar el país asiático.

Participación en el volumen promedio diario de operación por divisa en abril 2022*



* Nota: Debido a que dos monedas están involucradas en cada transacción, la suma de los porcentajes es igual a 200% en vez de 100%
 Fuente: Banco de Pagos Internacionales

En general, consideramos que el impacto del anuncio de Fitch en los mercados financieros y el precio de los activos en estos frentes será limitado, al menos en el corto plazo. No obstante, pone de nuevo en relieve los fuertes retos y necesidad de actuar para corregir la trayectoria fiscal de EE. UU. entre los inversionistas, autoridades y legisladores de ese país (y el resto del mundo).

Glosario de términos y anglicismos

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

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

Certificación de los Analistas.

Nosotros, Alejandro Padilla Santana, Juan Carlos Alderete Macal, Alejandro Cervantes Llamas, 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, Juan Carlos Mercado Garduño, Daniel Sebastián Sosa Aguilar, Jazmin Daniela Cuautencos Mora 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 de empresas en México y en el extranjero. Es posible que hayan prestado, estén prestando o en el futuro brinden algún servicio como los mencionados a las compañías o empresas objeto de este reporte. Casa de Bolsa Banorte o sus filiales reciben una remuneración por parte de dichas corporaciones en contraprestación de los servicios antes mencionados.

En el transcurso de los últimos doce meses, Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V., no ha obtenido compensaciones por los servicios prestados por parte de la banca de inversión o por alguna de sus otras áreas de negocio de las siguientes empresas o sus filiales, alguna de las cuales podría ser objeto de análisis en el presente reporte.

Actividades de las áreas de negocio durante los próximos tres meses.

Casa de Bolsa Banorte, Grupo Financiero Banorte o sus filiales esperan recibir o pretenden obtener ingresos por los servicios que presta banca de inversión o de cualquier otra de sus áreas de negocio, por parte de compañías emisoras o sus filiales, alguna de las cuales podría ser objeto de análisis en el presente reporte.

Tenencia de valores y otras revelaciones.

Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. no mantiene inversiones, al cierre del último trimestre, directa o indirectamente, en valores o instrumentos financieros derivados, cuyo subyacente sean valores, objeto de recomendaciones, que representen el 1% o más de su cartera de inversión de los valores en circulación o el 1% de la emisión o subyacente de los valores emitidos.

Ninguno de los miembros del Consejo, directores generales y directivos del nivel inmediato inferior a éste de Casa de Bolsa Banorte, Grupo Financiero Banorte, funge con algún cargo en las emisoras que pueden ser objeto de análisis en el presente documento.

Los Analistas de Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. no mantienen inversiones directas o a través de interpósita persona, en los valores o instrumentos derivados objeto del reporte de análisis.

Guía para las recomendaciones de inversión.

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

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

Determinación de precios objetivo

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

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

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

Dirección General Adjunta de Análisis Económico y Financiero			
Alejandro Padilla Santana	Director General Adjunto de Análisis Económico y Financiero	alejandropadilla@banorte.com	(55) 1103 - 4043
Raquel Vázquez Godínez	Asistente DGA AEyF	raquel.vazquez@banorte.com	(55) 1670 - 2967
Itzel Martínez Rojas	Gerente	itzelmartinez@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 Thalia Orozco Vélez	Subdirector Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	leslie.orozco.velez@banorte.com	(55) 5268 - 1698
Isaias 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
Juan Carlos Mercado Garduño	Gerente Análisis Bursátil	juan.mercado.garduno@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	alejandrocervantes@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
Jazmín Daniela Cuautencos Mora	Gerente Análisis Cuantitativo	jazmin.cuautencos.mora@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	raul.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