

# Mayores divergencias influirán en la economía y los mercados

Perspectiva Trimestral 3T23

12 de julio de 2023

## Perspectiva 3T23 – Mayores divergencias influirán en la economía y los mercados

El mundo se adentra a la segunda mitad del año en un entorno caracterizado por al menos tres factores que estarán moldeando el comportamiento de la economía global y los mercados financieros. El primero es el riesgo latente de recesión en distintas regiones y riesgos asimétricos debido a una diversidad de condiciones iniciales, incluyendo las características diferenciadas de las políticas y objetivos económicos, así como la posición cíclica de los principales socios comerciales, por mencionar algunos. Estados Unidos se ha mostrado más resiliente, con un mercado laboral aún sólido detrás del dinamismo del consumo privado. Si bien se espera una moderación en la actividad entre finales de este año e inicios del próximo, probablemente logrará enfrentar mejor esta situación. Esto último contrasta con varios países, entre ellos algunos europeos que probablemente se contraerán (e.g. Alemania y Reino Unido) u otras economías que se desacelerarán más rápido (e.g. China) tras no recuperarse con el vigor previamente anticipado.

El segundo factor será la creciente divergencia en la política monetaria entre economías avanzadas y mercados emergentes. Entre las primeras, esperamos que el Fed continúe subiendo su tasa de interés –al menos dos ocasiones este año, de 25pb cada una– al igual que el ECB y el BoE. Por el contrario, en las segundas, algunos organismos centrales, como el caso de Chile y Brasil, están próximos a comenzar a relajar su postura monetaria restrictiva actual.

El tercer elemento es el riesgo geopolítico, que influye en la toma de decisiones de un sinnúmero de agentes económicos. Las mayores tensiones entre EE. UU. y China (a pesar de los recientes intentos por aminorarlas), el conflicto en Ucrania y los pasos hacia atrás en la tendencia hacia una mayor globalización, entre otros, han generado reacomodos en muchos frentes. Uno de los más importantes ha implicado modificaciones en la dinámica del comercio exterior (e.g. *nearshoring*) y la fuente y destino de la inversión extranjera directa. Por último, aunque todavía falta mucho para los comicios del 2024 en Estados Unidos y México, los procesos ya iniciaron.

En México, la economía ha sido más fuerte de lo esperado por la mayoría de los participantes del mercado. Nosotros permanecemos relativamente más optimistas, por lo que hemos realizado sólo ligeras modificaciones a nuestra expectativa del 2023 y 2024. Estas implican un mayor crecimiento este año, revisando al alza nuestro pronóstico de 2.0% a 2.7%. Por otro lado, lo recortamos de 2.3% a 1.8% para 2024. Sobre los precios, esperamos la inflación general a finales del año en 4.5% a/a. En el frente de política monetaria, consideramos que el banco central continúa operando en un panorama muy complejo. En este sentido, reiteramos nuestra expectativa de que Banxico dejará su tasa de referencia sin cambios en 11.25%, con el ciclo acomodaticio iniciando hasta la primera reunión del 2024.

### Pronósticos de las principales variables macroeconómicas y financieras en México

Fin de periodo

	1T23	2T23	3T23	4T23	2021	2022	2023	2024
PIB (% a/a)	3.7	3.1	2.6	1.3	4.7	3.0	2.7	1.8
Inflación (% a/a)	6.9	5.1	4.2	4.5	7.4	7.8	4.5	4.1
USD/MXN	18.05	17.12	16.80	17.90	20.53	19.50	17.90	19.20
Tasa de referencia de Banxico (%)	11.25	11.25	11.25	11.25	5.50	10.50	11.25	8.25
TIIIE de 28 días (%)	11.52	11.50	11.48	11.45	5.72	10.77	11.45	8.50
IPC (puntos)	53,904	53,526	--	59,000	53,272	48,464	59,000	67,000

Fuente: Banorte



**Alejandro Padilla Santana**  
Director General Adjunto de Análisis Económico y Financiero  
alejandro.padilla@banorte.com



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



**Alejandro Cervantes Llamas**  
Director Ejecutivo de Análisis Cuantitativo  
alejandro.cervantes@banorte.com



**Manuel Jiménez Zaldivar**  
Director de Estrategia de Mercados  
manuel.jimenez@banorte.com

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



Documento destinado al público en general

## México

La economía ha mantenido vigor en lo que va del año, con los [servicios](#) como el principal motor detrás del dinamismo. No obstante, la industria también ha provisto cierto soporte, abonando al buen desempeño. Así, anticipamos un crecimiento en torno a 0.5% t/t (3.1% a/a) en el 2T23. En este contexto, revisamos al alza nuestro pronóstico del PIB para este año de 2.0% a 2.7% a/a, mayor al consenso (2.3%). El cambio se sustenta en varios factores, incluyendo: (1) Mayor fortaleza de los fundamentales para el consumo local –notablemente el [empleo](#), y como consecuencia, el [crédito bancario](#); (2) resiliencia de EE. UU., destacando avances modestos en la industria, pero con un mercado laboral aún sólido –que también favorece el envío de remesas a México; (3) la continuación de los esfuerzos del *nearshoring*, benéfico para la inversión privada; y (4) nuestra expectativa de que la desaceleración global –y en especial en nuestro vecino del norte– tardará más tiempo en materializarse. Tomando esto último en cuenta, además de un efecto de base más retador, esperamos un crecimiento del PIB de 1.8% en 2024 (previo: 2.3%). No obstante, seguiría impulsado por el efecto aritmético del año bisiesto y el mayor gasto gubernamental previo a la elección presidencial.

La inflación ha extendido su comportamiento favorable, con la no subyacente explicando muy buena parte de la disminución. Además, comienzan a vislumbrarse algunas señales positivas para la subyacente, con las mercancías ya marcando una tendencia bajista más clara. Considerando esto, [ajustamos ligeramente el estimado al cierre del año a 4.5% a/a](#) (previo: 4.8%), con la subyacente en 5.3% (previo: 5.6%). Nuestro escenario contempla ciertos retos, incluyendo presiones persistentes en los servicios –impactados por aumentos salariales y un mercado laboral apretado– y con riesgos de ajustes importantes en agropecuarios por el fenómeno de *El Niño*. Dadas sus implicaciones, nuestra visión de más alzas del Fed (ver siguiente sección) y [un tono más hawkish de la Junta de Gobierno de Banxico](#), creemos que la tasa de referencia permanecerá sin cambios en 11.25% en lo que queda del 2023. Tras esto, esperamos recortes acumulados de 300pb en el 2024, comenzando en febrero, llevando la tasa a 8.25% en diciembre.

En el trimestre, la agenda política incluye el inicio del periodo ordinario de sesiones (1 de septiembre) y el proceso de selección de candidatos a la presidencia –esperando el anuncio de los resultados a inicios de septiembre. Además, la SHCP tendrá que presentar el *Paquete Económico 2024* a más tardar el 9 del mismo mes.

### PIB: Demanda agregada

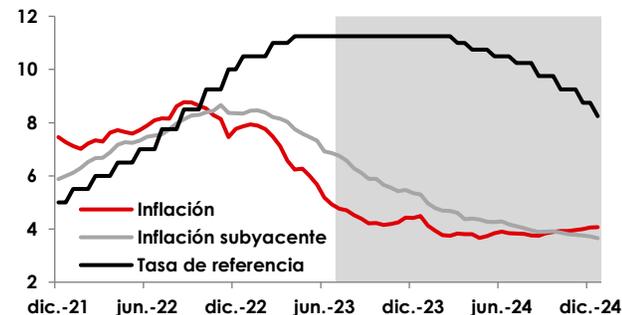
% a/a cifras originales; % t/t cifras ajustadas por estacionalidad

% a/a	1T23	2T23	3T23	4T23	2023
<b>PIB</b>	<b>3.7</b>	<b>3.1</b>	<b>2.6</b>	<b>1.3</b>	<b>2.7</b>
Consumo privado	4.8	4.2	4.3	2.2	3.9
Inversión	9.5	7.2	6.8	1.1	6.1
Gasto de gobierno	0.7	0.5	0.4	0.6	0.6
Exportaciones	-1.4	0.4	1.3	1.2	0.4
Importaciones	9.6	5.7	2.3	-0.1	4.2
<b>% t/t</b>					
<b>PIB</b>	<b>1.0</b>	<b>0.5</b>	<b>0.3</b>	<b>-0.2</b>	--

Fuente: Banorte

### Inflación y tasa de referencia

% a/a; %



Fuente: INEGI, Banxico, Banorte



**Francisco José Flores Serrano**

Director  
Economía Nacional  
francisco.flores.serrano@banorte.com



**Yazmín Selene Pérez Enríquez**

Subdirector  
Economía Nacional  
yazmin.perez.enriquez@banorte.com



**Cintia Gisela Nava Roa**

Subdirector  
Economía Nacional  
cintia.nava.roa@banorte.com

## Estados Unidos

Los indicadores disponibles sugieren que la economía mantuvo un buen ritmo de avance en el 2T23, cercano al 1.7% t/t anualizado. La pregunta es si se podrá sostener este ritmo en la segunda mitad. Sin embargo, y como hemos advertido desde hace muchos meses, lo que sí parece claro es que una recesión no es el escenario más probable. Recientemente, el consenso se ha estado alineando a esta visión. Hasta ahora, el gasto de los hogares se mantiene resiliente debido a la fortaleza del mercado laboral y la recuperación de la confianza. La inversión probablemente seguirá en contracción, pero el 2T23 sería el primer trimestre en dos años en el cual se observaría una contribución positiva al PIB del sector residencial. Finalmente, a pesar de la desaceleración global, las exportaciones netas añadirían impulso al crecimiento. Esto último podría desvanecerse debido a una posible desaceleración mundial más profunda, en parte por ciclos de alzas en tasas más agresivos en las principales economías desarrolladas.

Para el 3T23 estimamos una moderación a 0.6%. El consumo seguirá creciendo por la solidez del empleo y los salarios. Sin embargo, prevalecen las dudas sobre la fuerte divergencia entre el gasto de bienes relativo a servicios, resultando en debilidad de las manufacturas (del lado de la oferta). Un menor precio de la gasolina (ver sección de *Commodities*), el acuerdo sobre la suspensión del techo de endeudamiento y el desempeño de los mercados accionarios también habrían ayudado. Por otra parte, anticipamos que la construcción de viviendas siga apoyando la inversión ante los bajos inventarios y la renuencia de los dueños de casas a vender dadas las elevadas tasas hipotecarias. Algunos rubros, tales como el de maquinaria y equipo, se mantendrán en contracción debido los temores de un menor crecimiento. También estimamos menos exportaciones por la desaceleración en varias regiones y tensiones geopolíticas afectando al comercio.

La inflación probablemente continuará con su tendencia a la baja, pero a un ritmo más gradual y manteniéndose arriba del objetivo del banco central durante toda la segunda mitad. Estimamos la inflación a finales del 3T23 en 4.2% a/a y el cierre del año en 4.1%. Con ello, el promedio de todo 2023 sería de 4.5%. Ante un escenario donde la inflación permanece alta, el mercado laboral sigue muy apretado y el Fed mantiene un sesgo *hawkish*, el ciclo restrictivo probablemente no ha terminado. Esperamos un incremento más de 25pb en julio y otro de la misma magnitud en septiembre. Con esto, el rango terminal de la tasa de *Fed funds* sería de 5.50% a 5.75%, acumulando +575pb desde que iniciaron las alzas en marzo del 2022.



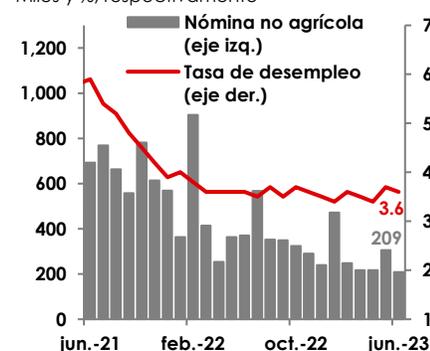
**Katia Celina Goya Ostos**  
Director  
Economía Internacional  
katia.goya@banorte.com

### Construcción de casas



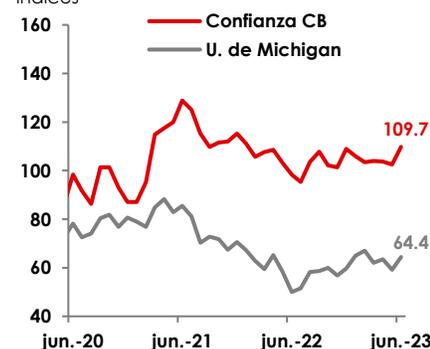
Fuente: Banorte con datos del US Census Bureau

### Creación de plazas y tasa de desempleo



Fuente: Banorte con datos del BLS

### Confianza de los consumidores CB y UM



Fuente: Banorte con datos del Conference Board y de la Universidad de Michigan

#### Estimados Banorte sobre Estados Unidos

	1T23	2T23	3T23	4T23	2022*	2023*
<b>PIB (% t/t anualizado)*</b>	2.0	1.7	0.6	0.2	2.1	1.7
Consumo Privado	4.2	2.0	1.6	0.5	2.7	2.2
Inversión Fija	-0.5	-1.6	-3.9	-4.7	-0.2	-2.7
Exportaciones	7.8	3.6	0.0	-3.6	7.1	4.2
Importaciones	2.0	-1.6	-6.2	-6.6	7.8	-2.9
<b>Inflación (% anual, promedio)</b>	5.8	4.0	3.9	4.1	8.0	4.5
<b>Tasa de desempleo (% fdp)</b>	3.5	3.6	4.0	4.1	3.5	4.1
<b>Creación de empleo (miles)</b>	937	732	550	300	4,793	2,519

\* En el PIB, todas las tasas son t/t anualizadas excepto 2022 y 2023, donde es tasa anual. Fdp: fin de periodo.  
Fuente: Banorte

## Global

El segundo semestre del año se perfila para ser de mayores divergencias entre países y regiones. En nuestra opinión, lo más destacado serán las crecientes diferencias en la política monetaria entre países desarrollados y emergentes. Ante una economía más resiliente y/o sorpresas al alza en la inflación, la mayoría de los países en el primer grupo han señalado que serán más agresivos de lo que se anticipaba en sus ciclos alcistas y aún no han alcanzado la tasa terminal. En contraste, en el segundo y varios países llegaron al pico, con algunos banqueros centrales señalizando –y los mercados apostando– más bien cuándo, y en que magnitud, podrían materializarse los recortes. Por región, la mayor convicción de bajas está en América Latina, seguido de Europa y Asia. Inclusive, China ya implementó algunas medidas de estímulo monetario, mismas que podrían aumentar.

Esta situación se puede explicar principalmente por: (1) El inicio anticipado de la restricción en emergentes, con más alzas acumuladas en tasas hasta ahora; (2) la tendencia de la inflación, incluyendo la mayor caída en bienes –sobre todo de *commodities* como alimentos y energéticos, con más ponderación en sus canastas de consumo– que en los servicios; (3) la fortaleza económica y; (4) condiciones financieras más estables. En el primer punto destacamos a América Latina, con mayores aumentos en Brasil (+1,175pb), Colombia (+1,150pb), Chile (+1,075pb), Perú (+750pb) y México (+725pb), mientras que los desarrollados (Fed, BoE, BoC, ECB) han aumentado entre 400-500pb. Sobre el segundo, la inflación sigue arriba del objetivo en la mayoría de los casos. En cuanto a la economía, en general ha sido más resiliente de lo esperado, pero en algunos países las señales de una moderación más profunda hacia delante son más evidentes, en particular aquellos con mayor exposición a China que no se ha recuperado con la fuerza que se anticipaba. El PBoC ya recortó las tasas y podría volver a hacerlo en 4T23, junto con menores requerimientos de reservas.

En este contexto, estimamos dos alzas más de 25pb del ECB. En el caso del BoE no se pueden descartar hasta 100pb más. Esta tendencia incrementa los temores de una mayor desaceleración global. No necesariamente en 2023, pero sí en 2024. En emergentes, la magnitud y momento de los recortes será clave y dependerá de factores globales e idiosincráticos. El reto seguirá siendo balancear el objetivo prioritario de reducir la inflación con el menor impacto económico posible. Sin embargo, a esto se une: (1) La volatilidad de los flujos de capital ante la relocalización de empresas, pero, sobre todo, la reducción de liquidez liderada por el ‘apretamiento cuantitativo’ del Fed; (2) el impacto que podría tener un menor ‘carry’ sobre las monedas, a su vez con posibles efectos fiscales, en las expectativas inflacionarias e inclusive precios administrados; y (3) la necesidad de salvaguardar la estabilidad financiera. La tarea no es fácil, y bien podríamos observar medidas ‘no ortodoxas’ del lado regulatorio y en mercados financieros en un intento por encontrar el mejor balance para el cumplimiento de múltiples objetivos.

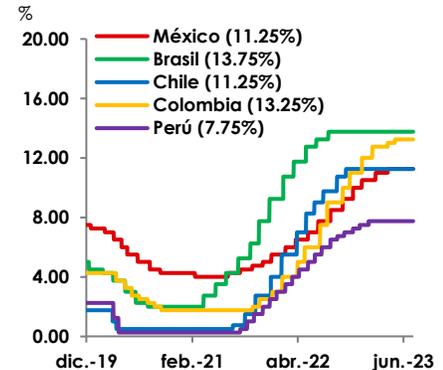


**Katia Celina Goya Ostos**  
Director  
Economía Internacional  
katia.goya@banorte.com



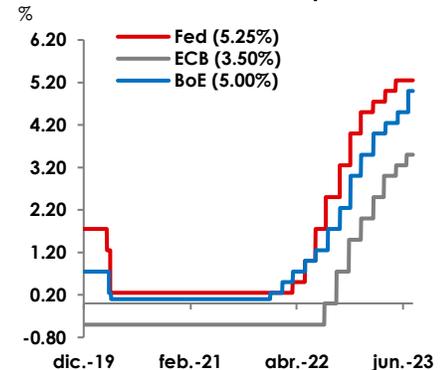
**Luis Leopoldo López Salinas**  
Gerente  
Economía Internacional  
luis.lopez.salinas@banorte.com

### Tasas de referencia en Latam



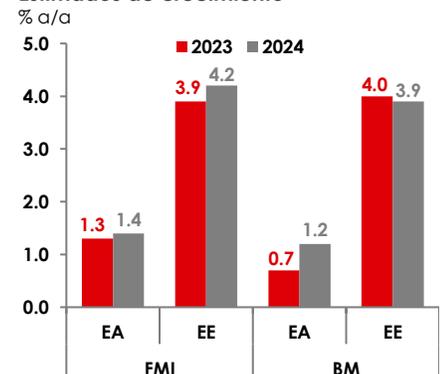
Fuente: Banorte con datos de Banxico, BCB, BCCh, BanRep y BCRP

### Tasa de referencia Fed, ECB y BoE



Fuente: Banorte con datos de la Reserva Federal, Banco Central Europeo y Banco de Inglaterra

### Estimados de crecimiento



\* Nota: EA= Economías Avanzadas; EE= Economías Emergentes Fuente: Banorte con datos del FMI y el Banco Mundial

## Renta fija gubernamental

**Finaliza el 2T23 con un mejor desempeño en Bonos M vs Treasuries.** Los *Treasuries* asimilaron una retórica *hawkish* del Fed, con los instrumentos de menor duración perdiendo hasta 80pb. El *belly* y la parte larga ajustaron +50pb y +25pb, respectivamente. Como resultado, la curva se invirtió más y el diferencial 2/10 culminó en -106pb, muy cerca de mínimos de cuatro décadas observados antes de la crisis bancaria (-108pb). En México, el fin del ciclo restrictivo y las sorpresas positivas de inflación brindaron un respiro a la renta fija local. Los bonos M de muy corto plazo perdieron 15pb; sin embargo, los de vencimientos mayores a 10 años ganaron 20pb, en promedio. En los swaps de TIIIE-28, estos últimos plazos bajaron 30pb. Ante esta discrepancia, los diferenciales entre Bonos M y *Treasuries* se comprimieron con fuerza. Por ejemplo, el de 10 años finalizó en 483pb, mínimo desde abril de 2021 (ver primera gráfica a la derecha).

**Recortamos la preferencia en tasas nominales vs reales.** Considerando nuestras trayectorias de política monetaria, esperamos que el *bear flattening* en *Treasuries* registre su punto más álgido en los siguientes meses. Además, seguimos creyendo que la apuesta del mercado sobre el inicio de recortes de Banxico es muy agresiva, incluso tras su reciente moderación a -43pb de bajas acumuladas al cierre de 2023 desde -75pb en junio. En este sentido, vemos tasas de muy corto plazo más altas. Existe atractivo en pagar swaps de TIIIE-28 de 3 a 12 meses, aunque sólo con fines tácticos, ya que las ganancias podrían estar limitadas por la buena tendencia de la inflación de corto plazo. En el pasado, los Bonos M de mediana duración han sido más beneficiados que los de largo plazo cuando Banxico mantiene la tasa sin cambios en niveles restrictivos. Por ejemplo, en los tres meses posteriores al fin del ciclo alcista de 2018, los Bonos M de 5 y 7 años acumularon ganancias de 90pb, mientras que los de 10 y 30 años solo 65pb. Replicando el ejercicio en esta ocasión, los primeros registraron pocos cambios y los segundos ganaron alrededor de 20pb. Sin embargo, dado el grado de inversión, bajos diferenciales, la incertidumbre sobre los recortes y la fuerte correlación con *Treasuries*, estamos escépticos del *belly*. Por último, recortamos nuestra preferencia por tasas nominales vs reales, con los *breakevens* cayendo con fuerza en todos los plazos (ver segunda gráfica, derecha). En particular, los Udibonos de 3 años se ven atractivos si el *breakeven* cae debajo de 4.00% (actual: 4.12%). Históricamente, dicho nivel ha detonado fuerte interés de compra.



**Leslie Thalía Orozco Vélez**

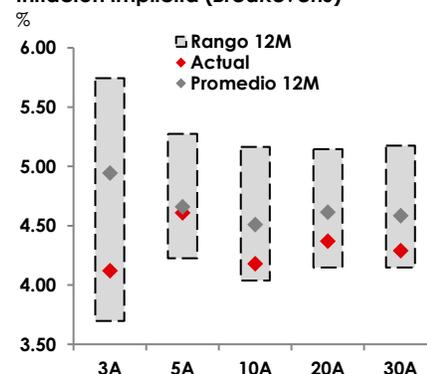
Subdirector  
Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio  
leslie.orozco.velez@banorte.com

### Diferencial Bonos M y UST de 10 años



Fuente: Banorte, PIP

### Inflación implícita (*Breakevens*)\*



\*Diferencia geométrica utilizando la ecuación de Fisher con los Bonos M y Udibonos. Fuente: Banorte, PIP

### Pronósticos de tasas de interés

Instrumento	2019	2020	2021	2022	2023				2024			
					1T	2T	3T	4T	1T	2T	3T	4T
<b>Tasa de referencia de Banxico</b>												
Fin de período	7.25	4.25	5.50	10.50	11.25	11.25	11.25	11.25	10.75	10.25	9.25	8.25
Promedio	8.05	5.44	4.38	7.65	10.79	11.25	11.25	11.25	11.00	10.50	9.75	8.75
<b>Cetes 28 días</b>												
Fin de período	7.30	4.25	5.51	10.09	11.31	11.27	11.31	11.29	10.79	10.29	9.33	8.33
Promedio	7.87	5.33	4.44	7.72	10.93	11.28	11.31	11.30	11.04	10.54	9.83	8.83
<b>TIIIE 28 días</b>												
Fin de período	7.56	4.48	5.72	10.77	11.52	11.50	11.48	11.45	10.95	10.50	9.50	8.50
Promedio	8.31	5.69	4.63	7.93	11.09	11.52	11.48	11.45	11.20	10.72	10.00	9.00
<b>Bono México 10 años</b>												
Fin de período	6.85	5.54	7.57	9.08	8.85	8.67	8.95	8.90	8.95	9.15	8.85	8.65
Promedio	7.61	6.25	6.81	8.80	8.92	8.81	8.81	8.93	8.93	9.05	9.00	8.75
<b>Bono EE. UU. 10 años</b>												
Fin de período	1.92	0.91	1.51	3.87	3.47	3.84	4.05	3.80	3.95	3.95	3.75	3.65
Promedio	2.14	0.88	1.44	2.95	3.65	3.59	3.95	3.93	3.88	3.95	3.85	3.70
<b>Diferencial 10 años México vs. EE. UU.</b>												
Fin de período	493	463	606	521	538	483	490	510	500	520	510	500
Promedio	547	534	538	585	527	522	487	500	505	510	515	505

Fuente: Bloomberg y PIP, Banorte para pronósticos. Subrayado indica pronóstico

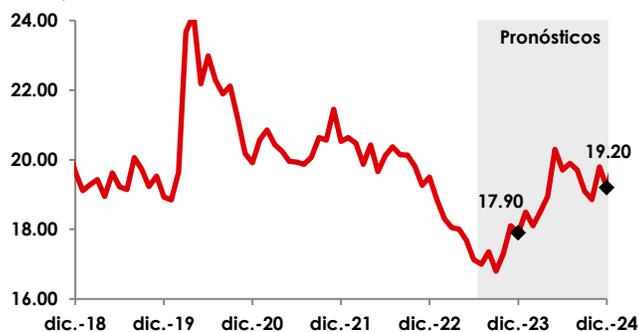
## Tipo de cambio

**Políticas monetarias divergentes marcarán la pauta.** La dinámica de las divisas sigue altamente influenciada por la política monetaria y los riesgos de recesión. En el 2T23, el USD (con base en el BBDXY) ganó 0.2%. Al interior de dicho índice, el MXN fue la moneda más fuerte (5.4%). A pesar de esto y el tono *hawkish* del Fed que han llevado al mercado a diluir totalmente la visión de recortes en el 2S23, los especuladores apuestan que las tasas altas durarán poco tiempo. Nosotros somos más escépticos, lo que resultaría en un USD más fuerte de lo previsto. No descartamos que las diferencias se amplíen ante posturas monetarias más divergentes entre desarrollados y emergentes. En particular, algunos de estos últimos ya iniciaron los recortes tras haber llevado las tasas a niveles muy elevados.

**Limitado espacio de ganancias para el EUR.** El tono del ECB continúa *hawkish* debido a la persistencia al alza de la inflación. El mercado anticipa dos alzas más del ECB para finalizar 2023 en 4.00%. De materializarse, el diferencial entre la tasa de depósitos vs la *Fed funds* podría mantenerse sin cambios en -175pb, lo que sería neutral para el EUR. Sin embargo, vemos más espacio de sorpresas negativas para el crecimiento económico en la Eurozona que en EE. UU., lo que sería desfavorable para los flujos hacia la región. Considerando ambos factores, recortamos nuestro estimado del EUR/USD al cierre de 2023 a 1.05 (previo 1.10).

**El carry seguirá ayudando al MXN, aunque Banxico ya llegó a la tasa terminal.** Tras el fuerte *rally* del peso (+14.3% vs 2022), el mercado se cuestiona si la divisa está sobrevaluada. Si bien es una posibilidad, los periodos de sub o sobrevaluación en el pasado –que han sido extendidos– no han sido significativos para los ajustes de corto plazo. En nuestra opinión, el *carry* seguirá haciendo al MXN resistente a la volatilidad. Además, su correlación con el USD (BBDXY) ha ido en aumento. Con esto último en mente, creemos que el principal riesgo para el peso es un evento negativo en EE. UU. (e.g. recesión y/o inestabilidad financiera). Sin embargo, nuestro caso base es que seguirá resiliente. Tras su desempeño y cambios a nuestras expectativas, ajustamos nuestros estimados. Del lado negativo, ahora vemos una compresión del diferencial con el Fed desde 600pb en 2022 a 550pb. No obstante, sería más que compensado por: (1) El mayor crecimiento del PIB en México; y (2) un mayor atractivo regional por la disminución del *carry* de otras monedas en Latam, con el BRL, CLP y COP iniciando bajas de tasas más rápida y agresivamente vs Banxico. Con todo esto, para el 2S23 estimamos un rango entre USD/MXN 16.30 y 18.20 y un cierre de año más fuerte, en 17.90 (previo 18.70). Para 2024, con un escenario de recortes acelerados de Banxico y el menor diferencial con el Fed, lo estimamos en 19.20 al final del año (previo 19.40).

### USD/MXN Pesos por dólar



Fuente: Bloomberg, Banorte

### Pronósticos USD/MXN Pesos por dólar

Periodo	Fin de periodo	Pronóstico previo	Pronóstico actual	Promedio periodo
1T23	18.05			
2T23	17.12			
3T23		18.97	<b>16.80</b>	17.05
4T23		18.70	<b>17.90</b>	17.77
1T24		19.35	<b>18.50</b>	18.37
2T24		20.55	<b>19.70</b>	19.65
3T24		19.65	<b>19.10</b>	19.57
4T24		19.40	<b>19.20</b>	19.28

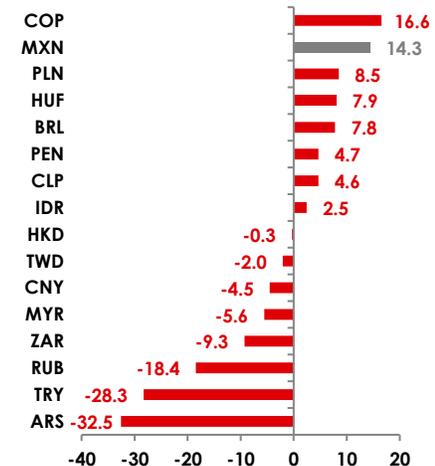
Fuente: Bloomberg, Banorte \*Cifras subrayadas son pronósticos



**Manuel Jiménez Zaldivar**

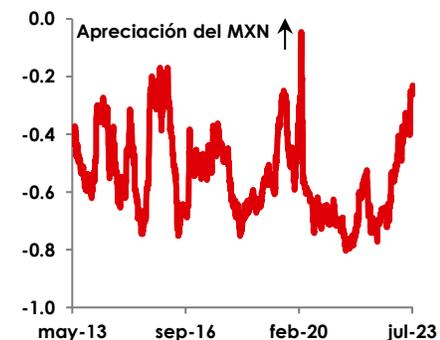
Director  
Estrategia de Mercados  
manuel.jimenez@banorte.com

### Desempeño de divisas emergentes %, en el año al 10 de julio de 2023



Fuente: Banorte con datos de Bloomberg

### Correlación móvil entre MXN y BBDXY Correlación móvil de 90 días



Fuente: Banorte con datos de Bloomberg

## Índices accionarios

**El apetito por riesgo continuará a pesar del tono restrictivo que predomina en economías desarrolladas.** El 1S23 concluyó con avances prácticamente generalizados en la [muestra de los 30 principales índices accionarios](#) que seguimos, con un alza promedio de 12.6% en dólares. En EE. UU., el S&P500 y el Nasdaq alcanzaron máximos históricos en junio, apoyados por el fuerte impulso del sector tecnológico. México siguió destacando, impulsado por las expectativas sobre el *nearshoring*, con el tercer lugar en rendimiento en dólares en el año de 25.7% (10.4% en moneda local ante la apreciación del MXN). A pesar de las altas tasas de interés, la economía ha sorprendido positivamente y las presiones de inflación van cediendo paulatinamente. La resiliencia en las utilidades ha favorecido el apetito y la recuperación en las valuaciones, lo que esperamos que continúe. En los siguientes meses, el desempeño de las bolsas estará principalmente determinado por la política monetaria. En economías emergentes, la expectativa de que las tasas comiencen a disminuir podría incentivar a los inversionistas a pagar múltiplos mayores, mientras que en desarrollados la atención se centrará en la evolución de las utilidades dados los riesgos que prevalecen para el crecimiento. En particular, consideramos que el mercado ya descuenta que una eventual recesión en EE. UU. será moderada y de corta duración (*soft-landing*), en línea con nuestra visión. Con esto en mente, el apetito por acciones de crecimiento continuará, soportado por el auge e interés en empresas de tecnología e inteligencia artificial; además de esto, por la expectativa de recuperación en rentabilidad gracias a las estrategias de eficiencias operativas implementadas. Los reportes del 2T23 en EE. UU. serán de especial atención. Creemos que podrían sorprender positivamente, con el consenso de *Bloomberg* anticipando una caída del 9.0% en las utilidades de empresas del S&P500.

**Nivel de referencia del S&P500.** Ante una economía más fuerte en EE. UU. y la resiliencia en las utilidades, aumentamos nuestro estimado 2023 a 4,550pts desde 4,350pts. Consideramos un múltiplo P/U fwd de 19.0x (anterior: 18.3x), con el apetito por tecnológicas apoyando la revaluación en múltiplos, aunque debajo del 19.8x actual. Asumimos una caída de 2.8% a/a de las utilidades en 2023, mejorando relativo a nuestra expectativa previa de -3.5%. En 2024 vemos una recuperación del 10.7%. Ambos son algo más conservadores que los estimados de *Bloomberg* en -2.6% y +11.1%, respectivamente. Para finales de 2024 establecemos un nivel de 5,100pts.

**Nivel de referencia del IPC.** Una mejor perspectiva de crecimiento en México, en conjunto con menor inflación, apuntala la visión sobre la generación de utilidades. Aumentamos nuestra estimación del EBITDA para las emisoras que conforman el IPC de 2.8% a 5.0% a/a en 2023. A pesar de lo anterior, mantenemos el nivel de referencia sin cambios en 59,000pts ante los riesgos que implica: (1) La fortaleza del MXN, reduciendo el atractivo de compra para los inversionistas extranjeros; (2) la volatilidad que ocasionaría la [potencial revisión en la metodología para el cálculo de la muestra del IPC](#), que pudiera aplicarse en el rebalanceo de septiembre y afectaría la ponderación acumulada de las 5 empresas más grandes, mismas que no podrían exceder el 45% del IPC (vs 60% actual); y (3) la relativa preferencia de inversionistas por activos de renta fija, tomando en consideración que el Fed seguirá subiendo tasas. Nuestro nivel de referencia implica un múltiplo FV/EBITDA de 6.3x, por arriba del actual de 6.0x. Un entorno de menores tasas hacia 2024 apoyaría mayores valuaciones. A nivel de emisoras, reiteramos en nuestra selección a [Ac](#), [Chdraui](#), [Femsa](#), [Gcc](#), [Oma](#) y [Volar](#), cuyas perspectivas continúan siendo muy sólidas.



**Marissa Garza Ostos**  
Director  
Análisis Bursátil  
marissa.garza@banorte.com

### Pronóstico del S&P500 para 2023

Puntos		
P/U Fwd	S&P500	Rendimiento Estimado (%)
19.3x	4,633	4.4
<b>19.0x</b>	<b>4,573</b>	<b>3.0</b>
18.7x	4,513	1.7

Fuente: Bloomberg, Banorte

### Pronóstico del S&P500 para 2024

Puntos		
P/U Fwd	S&P500	Rendimiento Estimado (%)
19.3x	5,143	15.9
<b>19.0x</b>	<b>5,076</b>	<b>14.3</b>
18.7x	5,009	12.8

Fuente: Bloomberg, Banorte

### Pronóstico del IPC para 2023

Puntos		
FV/EBITDA	IPC	Rendimiento Estimado (%)
6.5x	61,797	14.1
<b>6.3x</b>	<b>59,218</b>	<b>9.4</b>
6.1x	56,640	4.6

Fuente: Bloomberg, Banorte

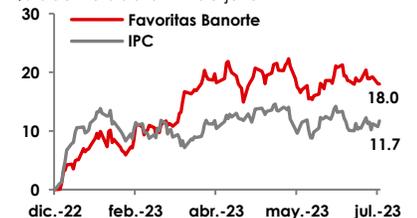
### Pronóstico del IPC para 2024

Puntos		
FV/EBITDA	IPC	Rendimiento Estimado (%)
6.7x	69,833	29.0
<b>6.5x</b>	<b>67,086</b>	<b>23.9</b>
6.3x	64,339	18.8

Fuente: Bloomberg, Banorte

### Desempeño favoritas vs IPC

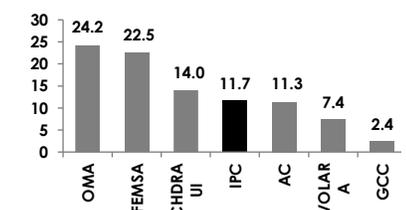
% acumulado al 11 de julio



\* Nota: Rendimientos únicamente con base al precio. El portafolio asume ponderaciones iguales  
Fuente: Bloomberg

### Rendimiento de favoritas en el año\*

%, acumulado al 11 de julio



\* Notas: (1) Gcc: Se integró a nuestra selección el 17/04/23, obteniendo un rendimiento en precio de +2.4% vs -1.2% del IPC

(2) Volar: Se integró a nuestra selección el 17/04/23, obteniendo un rendimiento en precio de +7.4% vs -1.2% del IPC

Fuente: Bloomberg

# Commodities

**Los commodities extendieron las pérdidas.** Los índices GSCI y BCOM retrocedieron 5.8% y 3.8% t/t, respectivamente. Al interior, las pérdidas se concentraron en metales industriales ante los crecientes temores de menor actividad económica, sobre todo en China. En segundo lugar y menor medida, en granos y energéticos.

**La dinámica seguirá determinada por la evolución de la economía.** El 2T23 comenzó con un impulso en los precios del petróleo tras el [recorte voluntario en la producción de 1.66 Mbbbl/d de la OPEP+](#). Sin embargo, la lenta recuperación en China, una potencial recesión en EE. UU. y exportaciones robustas de Rusia e Irak diluyeron por completo el rally. Con ello, el Brent y el WTI perdieron 6.1% y 6.6% t/t, respectivamente. El posicionamiento neto largo continuó cayendo, en particular para el WTI, registrando mínimos desde 2015 (ver primera gráfica a la derecha). En esta coyuntura, [Arabia Saudita recortó unilateralmente 1 Mbbbl/d](#) a partir de julio, extendiéndolo al menos hasta agosto. A esta iniciativa se unió Rusia con un recorte de 500 Kbbbl/d en sus exportaciones. En nuestra opinión, los fundamentales –en particular la oferta– y la fortaleza de los servicios en EE. UU. podrían ayudar a impulsar los precios. Además, las principales agencias de energía (OPEP, IEA y EIA) prevén un déficit en el mercado para el tercer trimestre. Sin embargo, la dinámica seguirá opacada con mayor fuerza por las preocupaciones sobre el crecimiento –principalmente en China, a pesar de posibles estímulos moderados– y tasas más altas en Estados Unidos. Estaremos pendientes a posibles compras de este último para sus reservas. Considerando estos factores, bajamos nuestro rango estimado de operación para el Brent a 65-90 US\$/bbl (previo: 70-100) en el segundo semestre y hacia 65-85 US\$/bbl en el 3T23. En gasolinas se anticipan mayores precios por la temporada de manejo en EE. UU. y bajos inventarios (futuros en *backwardation*). Sin embargo, la reincorporación de refinerías en mantenimiento y la conocida postura de Biden serán factores que favorecerán la estabilidad.

Los metales industriales cerraron el 2T23 con pérdidas. El cobre cayó 7.5% y borró por completo el avance del 1T23 ante la titubeante recuperación china. Las tensiones con EE. UU. también podrían ser un viento en contra. Al no anticipar un fuerte repunte de dicho país, nuestra expectativa es desfavorable para el sector, aunque limitada por los bajos inventarios. En preciosos, el oro cayó 2.5% t/t al ampliar su desventaja en términos de *carry* después de que el Fed señalizó la extensión del ciclo restrictivo. Considerando nuestra visión de dos alzas más en EE. UU., podría cotizar en un rango entre 1,800 y 1,970 US\$/oz t (previo: 1,800 a 2,050). Por último, esperamos mayores precios de los granos por condiciones climatológicas (e.g. altas temperaturas, sequías y lluvias excesivas ante el efecto de *El Niño*) y tensiones geopolíticas (e.g. corredor de granos en Ucrania).



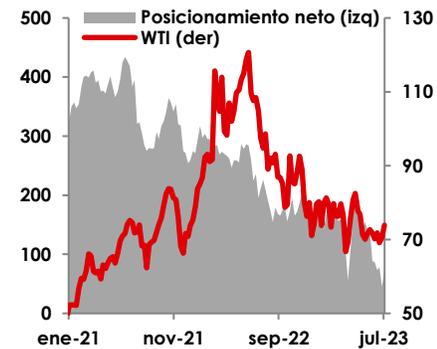
**Leslie Thalía Orozco Vélez**  
Subdirector  
Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio  
leslie.orozco.velez@banorte.com



**Isaías Rodríguez Sobrino**  
Gerente  
Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio  
isaias.rodriguez.sobrino@banorte.com

## Posición no comercial en WTI

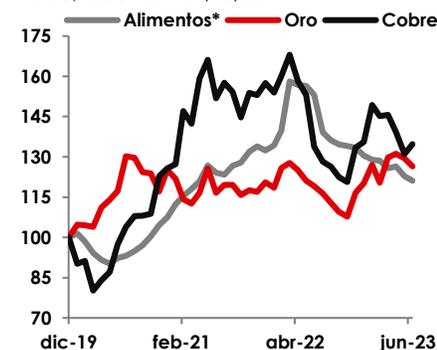
Miles de lotes (interés combinado de los dos principales contratos)\*. US\$/bbl



\* Nota: Cada 'lote' se compone de 1,000 barriles de WTI  
Fuente: Banorte con datos de Bloomberg, CFTC e ICE

## Desempeño de commodities

Índice, base 100 = 31/12/2019



\* Nota: Índice de precios de los alimentos de la FAO  
Fuente: Banorte, Bloomberg

## Desempeño de precios y estimados del consenso para commodities

Producto	Unidad	Spot*	Desempeño (%)			Pronósticos del consenso					
			2020	2021	2022	3T23	4T23	1T24	2T24	2023	2024
WTI	US\$/bbl	73.13	-20.54	55.01	6.71	75.50	79.50	79.00	80.00	78.00	80.00
Brent	US\$/bbl	77.69	-21.52	50.15	10.45	80.00	85.00	85.00	84.46	81.00	84.00
Gas Natural (H. Hub)	US\$/MMBtu	2.65	15.99	46.91	19.97	2.84	3.26	3.50	3.53	2.86	3.72
Gasolina (RBOB)	US\$/gal	2.58	-0.17	0.58	0.10	2.59	2.52	2.65	2.82	2.56	2.59
Oro	US\$/onza troy	1,926	25.12	-3.64	-0.28	1,950	2,000	2,000	2,017	1,940	1,970
Plata	US\$/onza troy	23.14	47.89	-11.72	2.77	23.31	23.86	24.08	24.50	23.70	24.00
Cobre	US\$/tm	8,373	25.79	25.17	-13.87	8,500	8,500	8,598	8,700	8,664	8,818
Maíz	US¢/bu	571	24.82	22.57	14.37	570	600	640	573	610	565
Trigo	US¢/bu	636	14.63	20.34	2.76	648	638	660	661	666	676

Fuente: Bloomberg \*Último cierre conocido; Por sus siglas en inglés RBOB (Reformulated gasoline blendstock for oxygenate blending)

## Deuda Corporativa

Las colocaciones en el mercado durante el primer semestre ascendieron a \$80,272 millones (+36.6% a/a) derivado de un dinámico desempeño en marzo y junio, meses en los cuales se emitió el 71.8% del total del periodo. El apetito por bonos de alta calidad y quirografarios fue claro. De lo colocado: (1) 92.1% tuvo la máxima calificación crediticia en escala nacional ('AAA'); (2) 95% fue en bonos quirografarios; (3) las tasas variables (TIIE-28 y TIIEF) ascendieron a 51.6%, seguido de tasas fijas que representaron 48.4%; y (4) 54.4% cuentan con etiqueta de bonos verdes (V), sustentables (X) o ligados a la sustentabilidad (L).



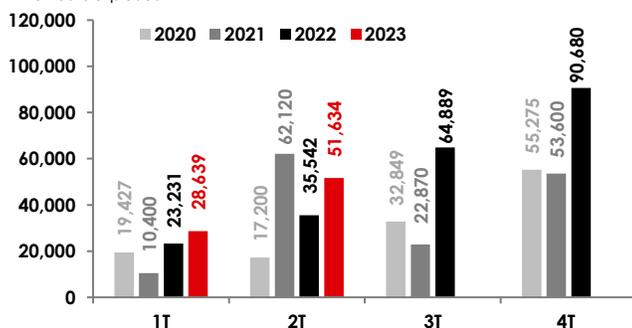
**Hugo Armando Gómez Solís**  
Subdirector  
Deuda Corporativa  
hugoa.gomez@banorte.com

Ante la latente posibilidad de un inicio de recortes en la tasa de referencia de Banxico para finales de año (el cual no es nuestro escenario base), esperamos que se mantenga el relativo balance en la preferencia de bonos a tasa variable y tasa fija durante el resto de este año. Por su parte, el apetito prevalecería con niveles de actividad similares a los de años anteriores –mayor dinamismo durante el segundo semestre– y un regreso moderado de la liquidez hacia deuda de otros sectores y/o emisores soportada por una expectativa de mayor crecimiento en 2023 comparado con la visión a principios de año. A lo anterior se suma un nutrido calendario de emisores conocidos para julio y agosto como CFE, Banobras, Bladex, Scotiabank, Fibra Educa, Fibra Danhos, Betterware de México, BeGrand y TIP México, entre otros. Los emisores se anticiparán a sus necesidades financieras para el resto del año y 2024. Las sobretasas por calificación se han ubicado ligeramente por debajo de lo observado antes de la pandemia. No obstante, en 2S23 las muestras menores a 'AAA' y 'AA+' podrían presentar mayores incrementos en sus *spreads*, impactadas principalmente por una menor demanda en las subastas del año y crecientes temores de una recesión global hacia el próximo año.

La participación de los inversionistas podría aumentar ante el mejor dinamismo previsto para el crecimiento económico nacional. Sin embargo, se mantendrá la atención en los márgenes de rentabilidad, la salud financiera de los emisores y los sectores en los que operan para la selección de deuda privada en los portafolios. Históricamente, los segundos semestres son de mayor colocación, con alrededor de 60% de lo emitido todo el año. Más allá de la estacionalidad, creemos que las compañías estarán más interesadas por cubrir con anticipación sus vencimientos y refinanciamientos próximos por temas electorales y la incertidumbre económica. Con todo ello, reiteramos nuestro pronóstico de colocación para 2023 cercano a \$185,000 millones (-13.7% a/a).

**Monto emitido de largo plazo – Corte trimestral\***

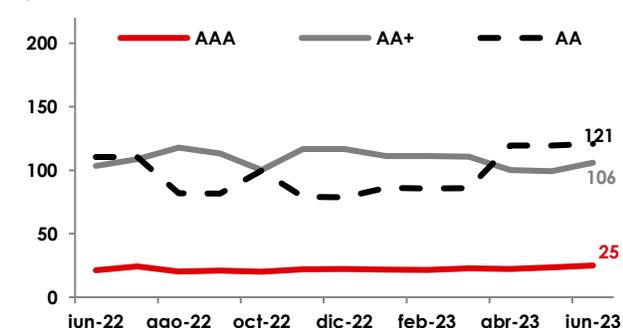
Millones de pesos



\* Nota: Excluyendo bancarios. Fuente: Banorte con información de BMV, BIVA y PIP

**Evolución Spreads – TIIE-28 Quirografario**

Pb



Fuente: Banorte / BMV / PIP, al cierre de junio de 2023

## Análisis Cuantitativo

**Nowcasting de la Actividad Económica.** En las perspectivas trimestrales anteriores se ha presentado un modelo de *nowcasting* (pronósticos de muy corto plazo), el cual permite generar estimados del IGAE (Indicador Global de la Actividad Económica) utilizando cifras financieras de alta frecuencia e información de la transaccionalidad de los usuarios del sector financiero.

Dicho modelo surgió de la necesidad de contar con un indicador que pueda aproximar de manera **precisa y oportuna el desempeño económico de nuestro país**. Si bien el IGAE es un buen *proxy* mensual del PIB –ya que alcanza a cubrir alrededor del 95% del comportamiento de la actividad económica durante el mes–, es un indicador que se publica con un rezago promedio de 56 días respecto al mes en cuestión. En este contexto, nuestro indicador aproxima de manera precisa el ritmo de crecimiento de la actividad económica tan sólo 10 días después del fin de mes.

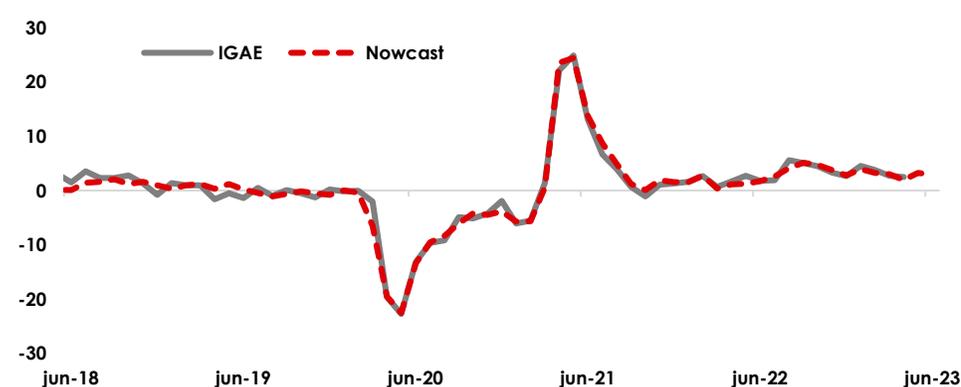
Para poder generar dicho indicador se utilizaron modelos de regresión con muestreo de datos mixtos (MIDAS, por sus siglas en inglés) que incorporan cifras con frecuencias mensuales, quincenales y diarias. Para preservar parsimonia, se utilizaron también técnicas de análisis de factores para resumir la información de una base de datos que contiene alrededor de 300 series financieras diarias.

**Nuestro modelo estimó un mayor dinamismo económico durante el 2T23.** La reciente información económica disponible para la estimación de nuestro modelo alude a un buen desempeño de la economía mexicana durante el segundo trimestre de 2023. En particular, consideramos que el gasto de los hogares mexicanos soportó este mayor dinamismo económico, apoyado en parte por el crecimiento del empleo formal y el aumento en los salarios reales ante la trayectoria descendente de la inflación.

En este contexto, nuestro modelo pronostica:

- Un avance de **3.63% anual** para la actividad económica de **mayo**
- Un incremento de **2.87% anual** para la actividad económica de **junio**

**IGAE vs Nowcast Banorte**  
% anual



Fuente: Banorte e INEGI



**Alejandro Padilla Santana**  
Director General Adjunto de  
Análisis Económico y Financiero  
alejandropadilla@banorte.com



**Alejandro Cervantes Llamas**  
Director Ejecutivo de Análisis  
Cuantitativo  
alejandrocervantes@banorte.com

## Análisis Cuantitativo

**Clasificación de tópicos del Fed con NLP y modelos de ML.** Anteriormente desarrollamos un modelo para clasificar e interpretar los comunicados del Fed utilizando técnicas de procesamiento de lenguaje natural y ML (referirse a "[La Política Monetaria del FED: Un enfoque de Procesamiento de Lenguaje Natural](#)").

**Pérdida de congruencia entre los comunicados de política monetaria y pronósticos de tasas.** Tras el anuncio de política monetaria del 14 de junio, nuestro modelo clasificó la semántica del comunicado con el tópico congruente con una tasa terminal de 5.25% (Tópico 8 en la gráfica). Este tópico ha sido el dominante desde que el Fed empezó a implementar su política restrictiva en marzo de 2022. En este contexto, la semántica del comunicado fue idéntica a la de mayo, por lo que el modelo continúa exhibiendo fortaleza en la clasificación de los comunicados.

Aun así, en dicha reunión, el Fed también dio a conocer su actualización de proyecciones macroeconómicas, en donde se mostró en el *dot plot* que la mayoría de los miembros estarían dispuestos a incrementar en 50pb más la tasa de referencia durante lo que resta de este año. Cabe destacar que por diseño nuestro modelo analiza sólo la semántica de los comunicados y no toma en cuenta las proyecciones. Ello implica que la comunicación escrita del Fed continúa aludiendo a una tasa terminal de 5.25% a pesar de la fuerte revisión que hicieron la mayoría de los miembros del FOMC a las proyecciones de tasas para este año. Por lo anterior, podemos concluir que se perdió la congruencia que existía entre el lenguaje utilizado en los anuncios de política monetaria anteriores con el actual ciclo restrictivo.

**Esperamos dos incrementos de 25pb en lo que resta del año.** A pesar de que nuestro modelo anticipó correctamente los incrementos anteriores del Fed y que no hubo cambios en el comunicado del 14 de junio respecto a los anteriores, el *dot plot* señaló claramente que la mayoría de los miembros del FOMC consideran incrementar en 50pb más el rango de la tasa de referencia en 2023. Por lo anterior, consideramos que el Fed incrementará en 25pb dicho rango objetivo en la reunión del 26 de julio y hará lo mismo en la reunión del 20 de septiembre.



**Alejandro Padilla Santana**  
Director General Adjunto de  
Análisis Económico y Financiero  
alejandropadilla@banorte.com



**Alejandro Cervantes Llamas**  
Director Ejecutivo de Análisis  
Cuantitativo  
alejandro.cervantes@banorte.com



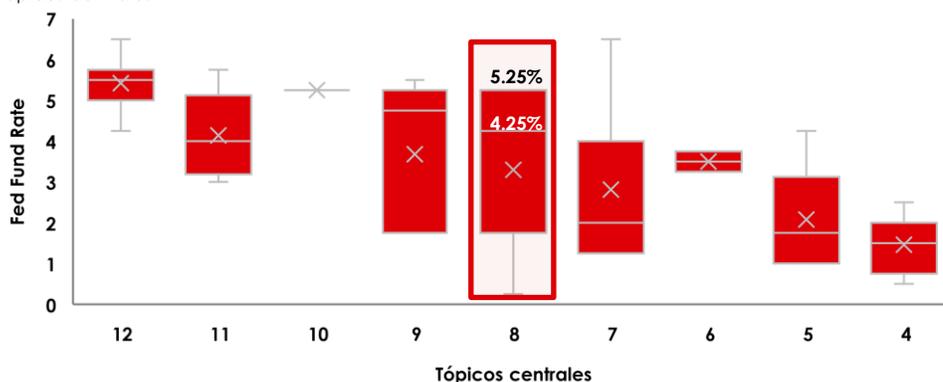
**José Luis García Casales**  
Director  
Análisis Cuantitativo  
jose.garcia.casales@banorte.com



**Daniel Sebastián Sosa Aguilar**  
Subdirector  
Análisis Cuantitativo  
daniel.sosa@banorte.com

**Rango de la tasa Fed funds por tópico**

Tópicos centrales



Fuente: Banorte, El Banco de la Reserva Federal

## Análisis Cuantitativo

**Hawkómetro – Interpretando el sesgo de los miembros votantes del Fed.** Con el fin de poder clasificar e interpretar de manera objetiva los discursos de los miembros votantes y alternos del Comité Federal de Mercado Abierto (por sus siglas en inglés FOMC), se construyó un modelo (*Hawkómetro*) a partir de técnicas de procesamiento de lenguaje natural (NLP, por sus siglas en inglés) y de aprendizaje de máquina (ML) (referirse a: [Hawkómetro: Cuantificando los discursos de los miembros del Fed bajo un enfoque de IA](#)). La clasificación de los discursos ayuda a identificar aquellos que corresponden a un tono restrictivo (*hawkish*) vs. los que tienen un tono expansivo (*dovish*) en términos monetarios.

**Aumenta el sesgo *hawkish* entre los miembros votantes.** Tras el anuncio de política monetaria del 14 de junio, nuestro modelo de clasificación identificó que 7 de 8 miembros votantes con comunicaciones públicas (88% del total) al momento de la publicación aumentaron su sesgo *hawkish* en el último mes (referirse a las siguientes gráficas). De este modo, el modelo confirma que los discursos de los miembros del FOMC van en línea con las decisiones de política monetaria tomadas en las últimas reuniones. Cabe destacar que los discursos de los miembros han mostrado una mayor congruencia respecto a los comunicados de política monetaria, ya que los dos incrementos adicionales proyectados en el *dot plot* van en el mismo sentido que el sesgo más *hawkish* que han denotado en sus comentarios públicos.

**Esperamos un incremento de 25pb en la tasa de referencia del Fed en la reunión de julio.** El creciente tono restrictivo en la mayoría de los miembros votantes, además del *dot plot* actualizado en la última decisión, confirma la intención de que la mayoría de los miembros estarían dispuestos a incrementar en 50pb más el rango de la tasa de referencia en lo que resta del 2023. Por lo anterior, consideramos que el Fed incrementará en 25pb dicho rango objetivo en la reunión del 26 de julio y hará lo mismo en la reunión del 20 de septiembre.



**Alejandro Padilla Santana**  
Director General Adjunto de Análisis Económico y Financiero  
alejandro.padilla@banorte.com



**Alejandro Cervantes Llamas**  
Director Ejecutivo de Análisis Cuantitativo  
alejandro.cervantes@banorte.com



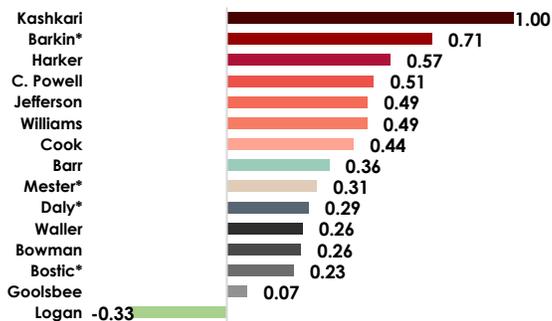
**José Luis García Casales**  
Director Análisis Cuantitativo  
jose.garcia.casales@banorte.com



**Daniel Sebastián Sosa Aguilar**  
Subdirector Análisis Cuantitativo  
daniel.sosa@banorte.com

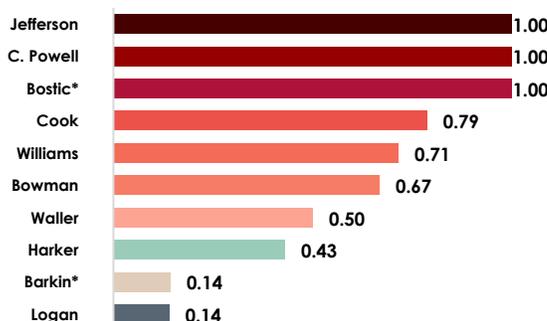
### Hawkómetro – ene'23 a may'23

Postura en discursos



### Hawkómetro – jun'23 a jul'23

Postura en discursos



# 88%

De los miembros del comité que tuvieron comunicación activa, ésta fue más **hawkish**

Fuente: Banorte, Reserva Federal

\* Discursos analizados hasta el 7 de julio  
Fuente: Banorte, Reserva Federal

## Análisis Cuantitativo

**Nowcasting del Consumo Privado en México.** A pesar de los efectos restrictivos de la política monetaria y condiciones externas menos favorables, se espera que el consumo privado aún mantenga un buen ritmo de crecimiento en el 2T23. La decisión de mantener la tasa de interés en 11.25% ha apaciguado el crecimiento general de los precios, pero sin restarle dinamismo a la actividad real. Durante el trimestre se observó un incremento importante en el número de trabajadores formales (3.9% a/a). Asimismo, la trayectoria descendente de la inflación impulsó un crecimiento de 5.3% a/a en los salarios reales, situándose como el aumento más importante en esta variable desde 2020. Todos estos factores aluden a un mayor poder de compra de los trabajadores mexicanos durante el trimestre.

Es importante añadir que los festejos nacionales llevados a cabo en el 2T23, tales como el Día de las Madres o el *Hot Sale* han sido muy favorables al consumo nacional, sobre todo para el comercio minorista, el cual creció 2.2% m/m en abril (cifras desestacionalizadas) y se espera que mantenga ese ritmo en mayo y junio dado los eventos mencionados. Estos buenos resultados para las empresas también se han reflejado en los datos del sector automotriz, el cual reportó que las ventas de vehículos ligeros presentaron un crecimiento trimestral del 20.0% a/a (cifras originales).

Un factor que sigue teniendo relevancia es la proporción de transacciones hechas con tarjeta de crédito respecto al total de transacciones realizadas, alcanzando 41.6% en 2T23 y creciendo 1.5% a/a. Esto implica que gran parte del consumo doméstico se sigue sosteniendo en el apalancamiento financiero.

Un efecto relevante por destacar en el 2T23 es el impacto positivo de la apreciación de la moneda nacional en la adquisición de bienes extranjeros. En abril, el consumo importado creció 7.7% a/a (cifras originales) y 2.8% m/m (cifras desestacionalizadas), y se prevé que esta trayectoria ascendente se haya mantenido al menos en mayo dado el importante crecimiento de las importaciones no petroleras (19.9% a/a en dicho mes).

Considerando lo anterior, el *nowcasting* (pronóstico de corto plazo) de Banorte para el Consumo Privado estima que, para mayo y junio, se obtuvieron tasas de crecimiento anual reales de 3.9% y 2.8% (cifras originales), respectivamente. Esto implica un crecimiento trimestral de 3.1% a/a (cifras originales). Como se puede observar en las gráficas adjuntas, estos datos implican que en el 2T23 el crecimiento del Consumo Privado ha mantenido una notable resiliencia a pesar de los choques restrictivos que han desacelerado marginalmente el crecimiento económico durante este periodo.

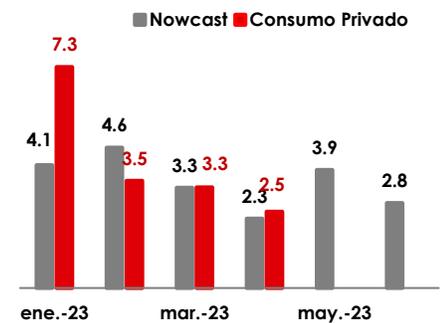


**Alejandro Padilla Santana**  
Director General Adjunto de  
Análisis Económico y Financiero  
alejandropadilla@banorte.com



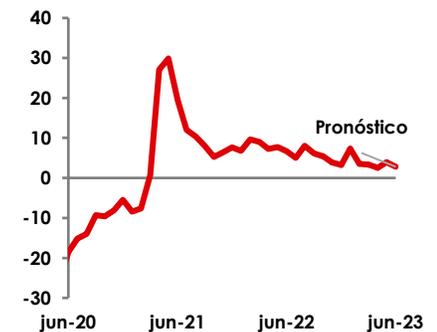
**José De Jesús Ramírez Martínez**  
Subdirector  
Análisis Cuantitativo  
jose.ramirez.martinez@banorte.com

**Comparativo modelo Nowcast Consumo versus datos observados**  
% a/a



Fuente: Banorte con datos del INEGI

**Consumo Privado en México**  
% a/a



Fuente: Banorte con datos del INEGI

## Últimas notas relevantes

### Economía de México

- *Inflación junio – La inflación sigue moderándose gracias a la no subyacente*, 7 de julio de 2023, [<pdf>](#)
- *Minutas Banxico – Es prematuro hablar de recortes*, 6 de julio de 2023, [<pdf>](#)
- *Fitch ratifica calificación de México en 'BBB-' con perspectiva estable*, 16 de junio de 2023, [<pdf>](#)
- *PIB 1T23 – Se corrobora el dinamismo, pero también las señales de moderación*, 26 de mayo de 2023, [<pdf>](#)
- *Pre-Criterios 2024 – Revisiones moderadas, con optimismo sobre la actividad económica*, 3 de abril de 2023, [<pdf>](#)
- *El nearshoring podría desatar el potencial de México*, 6 de marzo de 2023, [<pdf>](#)
- *Banxico – Omar Mejía Castelazo es ratificado como próximo Subgobernador*, 18 de enero de 2023, [<pdf>](#)
- *T-MEC – Resolución sobre reglas de origen en el sector automotriz favorable para México y Canadá*, 12 de enero de 2023, [<pdf>](#)
- *Salario mínimo – Aumento de 20% en 2023*, 1 de diciembre de 2022, [<pdf>](#)
- *El FMI ratifica la LCF de México en su revisión anual, manteniendo el monto sin cambios*, 17 de noviembre de 2022, [<pdf>](#)
- *Acuerdo Complementario al PACIC – Acciones enfocadas en alimentos*, 3 de octubre de 2022, [<pdf>](#)
- *Moody's baja calificación de México a 'Baa2', con la perspectiva de negativa a estable*, 8 de julio de 2022, [<pdf>](#)
- *S&P ratifica calificación de México en 'BBB' y mejora perspectiva a estable*, 6 de julio de 2022, [<pdf>](#)

### Economía de Estados Unidos

- *Mercado laboral – El empleo se mantiene sólido y con presiones en los salarios*, 7 de julio de 2023, [<pdf>](#)
- *Minutas del FOMC – El ciclo alcista no ha terminado, aunque hay divisiones sobre el ritmo más adecuado*, 5 de julio de 2023, [<pdf>](#)
- *Decisión del FOMC – No se ha tocado la tasa terminal, pero el ritmo de alzas es incierto*, 14 de junio de 2023, [<pdf>](#)
- *Inflación mayo – Moderación en la inflación, pero se mantienen presiones en la subyacente*, 13 de junio de 2023, [<pdf>](#)
- *PIB 1T23 (preliminar) – La actividad económica creció 1.1% en el primer trimestre del año*, 27 de abril de 2023, [<pdf>](#)
- *El ciclo alcista de tasas del Fed se pone en riesgo por problemas de algunos bancos en EE. UU.*, 13 de marzo de 2023, [<pdf>](#)
- *Elecciones Intermedias: Gobierno dividido, pero no la esperada "Ola Republicana"*, 9 de noviembre de 2022, [<pdf>](#)
- *Jackson Hole – Powell mostró un tono más hawkish de lo anticipado*, 26 de agosto de 2022, [<pdf>](#)
- *Jerome Powell es nominado para un segundo mandato al frente del Fed*, 22 de noviembre de 2021, [<pdf>](#)
- *Jackson Hole – El tapering iniciará este año, pero sin claras señales sobre el momento preciso*, 27 de agosto de 2021, [<pdf>](#)
- *Históricas acciones en los primeros 100 días de Biden*, 30 de abril de 2021, [<pdf>](#)
- *Se aprueba un nuevo paquete de estímulo fiscal equivalente a 8.4% del PIB*, 10 de marzo de 2021, [<pdf>](#)

### Economía Global

- *BCB – Mantenemos nuestra expectativa de que los recortes en tasas iniciarán en 4T23*, 21 de junio de 2023, [<pdf>](#)
- *ECB – No se ha llegado a la tasa terminal*, 15 de junio de 2023, [<pdf>](#)

- *Perspectivas de la Economía Mundial del FMI – La caída de la inflación tardará más de lo previsto*, 11 de abril de 2023, [<pdf>](#)
- *Reuniones del FMI y Banco Mundial – Mayor necesidad de cooperación ante los riesgos de recesión global*, 17 de octubre de 2022, [<pdf>](#)

## **Economía Regional**

- *La inflación en las entidades del país confirmó su trayectoria descendente durante junio*, 7 de julio de 2023, [<pdf>](#)
- *El comercio minorista continúa en expansión en la mayoría de las entidades durante abril*, 20 de junio de 2023, [<pdf>](#)
- *El turismo se desaceleró en las entidades federativas durante abril*, 19 de junio de 2023, [<pdf>](#)
- *Política Monetaria del FED: Anticipamos un incremento de 25pb en la tasa de referencia en la reunión de julio*, 14 de junio de 2023, [<pdf>](#)
- *Las remesas familiares en 1T23 mantienen una dinámica de crecimiento favorable en la mayoría de las entidades federativas*, 2 de mayo de 2023, [<pdf>](#)
- *ITAAE – La economía de doce entidades impulsaron el crecimiento del país en 4T22*, 27 de abril de 2023, [<pdf>](#)
- *Reducción marginal del comercio minorista en la mayoría de las entidades del país durante el segundo mes del año*, 20 de abril de 2023, [<pdf>](#)
- *Hawkómetro: Cuantificando los discursos de los miembros del Fed bajo un enfoque de IA*, 17 de abril de 2023, [<pdf>](#)
- *Inversión Extranjera Directa – Ciudad de México principal receptor en 2022*, 24 de febrero de 2023, [<pdf>](#)

## **Renta fija, tipo de cambio y commodities**

- *Perspectiva Semanal de Renta Fija y Tipo de Cambio*, 10 de julio de 2023, [<pdf>](#)
- *Calendario de emisiones 3T23: Menores montos en Udibonos*, 29 de junio de 2023, [<pdf>](#)
- *Toma de utilidades en largos tácticos sobre el Bono M de Dic'24*, 22 de junio de 2023, [<pdf>](#)
- *Panorama de los Fondos de Pensiones a mayo 2023*, 22 de mayo de 2023, [<pdf>](#)
- *OPEP+: Arabia Saudita realizará un recorte unilateral de 1 Mbbl/d a partir de julio*, 5 de junio de 2023, [<pdf>](#)
- *PAF 2023: El mercado local continuará siendo la principal fuente de recursos*, 15 de diciembre de 2022, [<pdf>](#)
- *Resultados de la emisión sindicada del nuevo Bono M de 10 años May'33*, 7 de diciembre de 2022, [<pdf>](#)
- *El peso mexicano es la tercera divisa más operada entre emergentes*, 4 de noviembre de 2022, [<pdf>](#)
- *Cerramos recomendación: Pagar TIEE-IRS (26x1), recibir SOFR de 2 años*, 28 de octubre de 2022, [<pdf>](#)
- *Operación de Manejo de Pasivos*, 7 de octubre de 2022, [<pdf>](#)
- *Resultados de la emisión sindicada de los Bonos G de 3 y 6 años*, 20 de julio de 2022, [<pdf>](#)
- *Resultados de la emisión sindicada del nuevo Bono M de 30 años Jul'53*, 29 de junio de 2022, [<pdf>](#)
- *Toma de utilidades en posición pagadora de TIEE-IRS de 2 años (26x1)*, 4 de marzo de 2022, [<pdf>](#)
- *Nuevos niveles para proteger ganancias en recomendación de pagar TIEE-IRS de 2 años*, 16 de febrero de 2022, [<pdf>](#)
- *SHCP: Operación de refinanciamiento en el mercado de euros*, 8 de febrero de 2022, [<pdf>](#)
- *La SHCP colocó bonos en USD y realizó un refinanciamiento de la deuda externa*, 5 de enero de 2022, [<pdf>](#)
- *México anuncia oferta global de bonos en USD y oferta pública*, 4 de enero de 2022, [<pdf>](#)
- *Liberación colectiva de reservas de crudo*, 23 de noviembre de 2021, [<pdf>](#)

- Nuevos Bonos de Desarrollo referenciados a la TIE de Fondeo, Bondes F, 18 de agosto de 2021, [<pdf>](#)

## Mercado accionario

- Preliminar 2T23: Crecimiento en EBITDA luego de tres trimestres consecutivos de caídas, 12 de julio de 2023, [<pdf>](#)
- AMX, Resultados 2T23: Destaca mejora en rentabilidad en países principales, 11 de julio de 2023, [<pdf>](#)
- Aeropuertos: Sorprende mayor ritmo de crecimiento en junio, 7 de julio de 2023, [<pdf>](#)
- Flash VOLAR: El tráfico internacional sigue siendo el principal impulsor, 7 de julio de 2023, [<pdf>](#)
- Flash ALSEA: Alsea continúa enfocada en mejorar la rentabilidad y acuerda en vender El Portón, 13 de junio de 2023, [<pdf>](#)
- Flash: Femsa sigue avanzando en su plan de largo plazo, vendiendo negocios no estratégicos, 31 de mayo de 2023, [<pdf>](#)
- Flash: Femsa continúa vendiendo su posición en Heineken, apalancando negocios estratégicos, 30 de mayo de 2023, [<pdf>](#)
- Flash ALFA: Anuncian finalmente inicio de cotización de 'Controladora Axtel', 19 de mayo de 2023, [<pdf>](#)
- RESULTADOS 1T23: Señales de una mayor recuperación en lo que resta del año, 10 de mayo de 2023, [<pdf>](#)
- Flash: Alsea expande operaciones de Starbucks a Paraguay, 19 de Abril de 2023, [<pdf>](#)
- Flash AC: Anuncia plan de inversión 2023, 30 de marzo de 2023, [<pdf>](#)
- Flash ALSEA Day: Impulsando la transformación digital, mientras apalancan expansión orgánica, 30 de marzo de 2023, [<pdf>](#)

## Deuda Corporativa

- Lo Último en Deuda Corporativa: JUNIO 2023, 7 de julio de 2023, [<pdf>](#)
- Parámetro, 3 de julio de 2023, [<pdf>](#)
- Sectorial arrendadoras y crédito automotriz 1T23, 14 de junio de 2023, [<pdf>](#)
- Evolución TFOVIS / FOVISCB: 1T23, 19 de mayo de 2023, [<pdf>](#)
- PEMEX – Desarrollo de campos nuevos resulta en mayor producción, 4 de mayo de 2023, [<pdf>](#)
- SHCP anunció estrategia de apoyo en favor de PEMEX, 6 de diciembre de 2021, [<pdf>](#)
- Moody's redujo calificaciones de PEMEX y mantiene perspectiva en Negativa, 28 de julio de 2021, [<pdf>](#)
- Pemex recibió un estímulo fiscal adicional por \$73,280 millones, 22 de febrero de 2021, [<pdf>](#)
- Evolución de Spreads: Enero 2021, 9 de febrero de 2021, [<pdf>](#)
- Impactos de la pandemia en 2020, 17 de diciembre de 2020, [<pdf>](#)
- Tutorial de Calificaciones Crediticias, 17 de diciembre de 2020, [<pdf>](#)
- Intercambio de activos de Pemex por Bonos de Desarrollo del Gob Federal, 15 de diciembre de 2020, [<pdf>](#)

Nota: Todas nuestras publicaciones pueden encontrarse [en esta liga](#)

**Ideas de inversión más recientes**

Recomendación	P/G	Apertura	Cierre
Invertir en Bono M Dic'24	G	16-jun.-23	22-jun.-23
Pagar TIE-IRS (26x1), recibir SOFR de 2 años	P	18-ago.-22	28-oct.-22
Pagar TIE-IRS de 2 años (26x1)	G	4-feb.-22	4-mar.-22
Largos tácticos en Bono M Mar'26	G	14-may.-21	7-jun.-21
Recibir TIE-IRS de 6 meses (6x1)	G	17-dic.-20	03-mar.-21
Invertir en Udibono Nov'23	P	11-feb.-21	26-feb.-21
Invertir en Bonos M May'29 y Nov'38	G	7-sep.-20	18-sep.-20
Invertir en Udibono Dic'25	G	23-jul.-20	10-ago.-20
Invertir en Udibono Nov'35	G	22-may.-20	12-jun.-20
Invertir en Bono M May'29	G	5-may.-20	22-may.-20
Largos tácticos en IRS de 1 y 2 años	G	20-mar.-20	24-abr.-20
Invertir en Udibono Nov'28	G	31-ene.-20	12-feb.-20
Invertir en Udibono Jun'22	G	9-ene.-20	22-ene.-20
Invertir en Bono M Nov'47	P	25-oct.-19	20-nov.-19
Invertir en Bonos M Nov'38 y Nov'42	G	16-ago.-19	24-sep.-19
Invertir en Udibono Jun'25	G	19-jul.-19	2-ago.-19
Invertir en Bono M Nov'42	P	5-jul.-19	12-jul.-19
Invertir en Bonos M Nov'36 y Nov'38	G	10-jun.-19	14-jun.-19
Invertir en Bonos M Jun'22 y Dic'23	G	9-ene.-19	12-feb.-19
Invertir en Bonos D	G	31-oct.-18	3-ene.-19
Invertir en Udibono Jun'22	P	7-ago.-18	31-oct.-18
Invertir en Bonos D	G	30-abr.-18	3-ago.-18
Invertir en Bonos M de 20 a 30 años	G	25-jun.-18	9-jul.-18
Cortos en Bonos M	G	11-jun.-18	25-jun.-18
Invertir en Udibono Jun'19	G	7-may.-18	14-may.-18
Invertir en Bonos M de 7 a 10 años	P	26-mar.-18	23-abr.-18
Invertir en Udibono Jun'19	G	20-mar.-18	26-mar.-18
Invertir en Bonos M de 5 a 10 años	G	5-mar.-18	20-mar.-18
Invertir en Bonos D	G	15-ene.-18	12-mar.-18
Invertir en UMS (USD) de 10 años Nov'28	P	15-ene.-18	2-feb.-18

G = Ganancia, P = Pérdida

**Registro histórico de recomendaciones direccionales de renta fija**

Recomendación	Entrada	Objetivo	Stop-loss	Cierre	P/G	Apertura	Cierre
Invertir Udibono Dic'20	3.05%	2.90%	3.15%	3.15%	P	9-ago.-17	6-oct.-17
Steepener 5-10 años en TIE-IRS	28pb	43pb	18pb	31pb	G <sup>2</sup>	15-feb.-17	15-mar.-17
Steepener 5-10 años en TIE-IRS	35pb	50pb	25pb	47pb	G	5-oct.-16	19-oct.-16
Invertir Mbono Jun'21	5.60%	5.35%	5.80%	5.43%	G	13-jul.-16	16-ago.-16
Invertir Udibono Jun'19	1.95%	1.65%	2.10%	2.10%	P	13-jul.-16	16-ago.-16
Recibir TIE-IRS 1 año (13x1)	3.92%	3.67%	4.10%	3.87% <sup>1</sup>	G	12-nov.-15	8-feb.-16
Largo dif TIE-28 vs US Libor de 10 años	436pb	410pb	456pb	410pb	G	30-sep.-15	23-oct.-15
Recibir TIE-IRS 9 meses (9x1)	3.85%	3.65%	4.00%	3.65%	G	3-sep.-15	18-sep.-15
Dif.TIE-28 2/10 años (aplanamiento)	230pb	200pb	250pb	200pb	G	25-jun.-15	29-jul.-15
Invertir Mbono Dic'24	6.12%	5.89%	6.27%	5.83%	G	13-mar.-15	19-mar.-15
Recomendación de valor relativo - Bonos M 10 años (Dic'24) / aplanamiento curva					G	22-dic.-14	6-feb.-15
Pagar TIE-IRS 3 meses (3x1)	3.24%	3.32%	3.20%	3.30%	G	29-ene.-15	29-ene.-15
Pagar TIE-IRS 9 meses (9x1)	3.28%	3.38%	3.20%	3.38%	G	29-ene.-15	29-ene.-15
Pagar TIE-IRS 5 años (65x1)	5.25%	5.39%	5.14%	5.14%	P	4-nov.-14	14-nov.-14
Invertir Udibono Dic'17	0.66%	0.45%	0.82%	0.82%	P	4-jul.-14	26-sep.-14
Recomendación de valor relativo - Bonos M de 5 a 10 años					G	5-may.-14	26-sep.-14
Recibir TIE-IRS 2 años (26x1)	3.75%	3.55%	3.90%	3.90%	P	11-jul.-14	10-sep.-14
Recibir TIE-IRS 1 año (13x1)	4.04%	3.85%	4.20%	3.85%	G	6-feb.-14	10-abr.-14
Invertir Udibono Jun'16	0.70%	0.45%	0.90%	0.90%	P	6-ene.-14	4-feb.-14
Invertir Mbono Jun'16	4.47%	3.90%	4.67%	4.06%	G	7-jun.-13	21-nov.-13
Recibir TIE-IRS 6 meses (6x1)	3.83%	3.65%	4.00%	3.81%	G	10-oct.-13	25-oct.-13
Recibir TIE-IRS 1 año (13x1)	3.85%	3.55%	4.00%	3.85%	S/C	10-oct.-13	25-oct.-13
Invertir Udibono Jun'17	1.13%	0.95%	1.28%	1.35%	P	9-ago.-13	10-sep.-13
Recibir TIE-IRS 9 meses (9x1)	4.50%	4.32%	4.65%	4.31%	G	21-jun.-13	12-jul.-13
Diferencial TIE-Libor 10 años	390pb	365pb	410pb	412pb	P	7-jun.-13	11-jun.-13
Recibir TIE-IRS 1 año (13x1)	4.22%	4.00%	4.30%	4.30%	P	19-abr.-13	31-may.-13
Invertir Udibono Jun'22	1.40%	1.20%	1.55%	0.97%	G	15-mar.-13	3-mar.-13
Recibir TIE-IRS 1 año (13x1)	4.60%	4.45%	4.70%	4.45%	G	1-feb.-13	7-mar.-13
Invertir Mbono Nov'42	6.22%	5.97%	6.40%	5.89%	G	1-feb.-13	7-mar.-13
Invertir Udibono Dic'13	1.21%	0.80%	1.40%	1.40%	P	1-feb.-13	15-abr.-13
Recibir TIE-IRS 1 año (13x1)	4.87%	4.70%	5.00%	4.69%	G	11-ene.-13	24-ene.-13
Recibir TIE Pagar Mbono 10 años	46pb	35pb	54pb	54pb	P	19-oct.-12	8-mar.-13
Diferencial TIE-Libor 10 años	410pb	385pb	430pb	342pb	G	21-sep.-12	8-mar.-13
Invertir Udibono Dic'12	+0.97%	-1.50%	+1.20%	-6.50%	G	1-may.-12	27-nov.-12
Invertir Udibono Dic'13	+1.06%	0.90%	+1.35%	0.90%	G	1-may.-12	14-dic.-12

<sup>1</sup> Ganancias de carry y roll-down de 17pb

<sup>2</sup> Cerrada en un nivel menor al objetivo y antes del plazo propuesto debido a condiciones de mercado que cambiaron relativo a nuestra perspectiva. G = Ganancia, P = Pérdida

**Ideas de inversión tácticas de corto plazo**

Recomendación	P/G*	Entrada	Salida	Apertura	Cierre
Largo USD/MXN	G	19.30	19.50	11-oct-19	20-nov-19
Largo USD/MXN	G	18.89	19.35	20-mar-19	27-mar-19
Largo USD/MXN	G	18.99	19.28	15-ene-19	11-feb-19
Largo USD/MXN	G	18.70	19.63	16-oct-18	03-ene-19
Corto USD/MXN	G	20.00	18.85	02-jul-18	24-jul-18
Largo USD/MXN	G	19.55	19.95	28-may-18	04-jun-18
Largo USD/MXN	G	18.70	19.40	23-abr-18	14-may-18
Largo USD/MXN	G	18.56	19.20	27-nov-17	13-dic-17
Largo USD/MXN	P	19.20	18.91	06-nov-17	17-nov-17
Largo USD/MXN	G	18.58	19.00	09-oct-17	23-oct-17
Corto USD/MXN	P	17.80	18.24	04-sep-17	25-sep-17
Largo USD/MXN	G	14.40	14.85	15-dic-14	5-ene-15
Largo USD/MXN	G	13.62	14.11	21-nov-14	3-dic-14
Corto EUR/MXN	G	17.20	17.03	27-ago-14	4-sep-14

Fuente: Banorte

**Registro histórico de recomendaciones direccionales en el mercado cambiario\***

Recomendación	Entrada	Objetivo	Stop-loss	Cierre	P/G*	Fecha apertura	Fecha Cierre
Direccional: Largo USD/MXN	18.57	19.50	18.20	18.20	P	19-ene-18	02-abr-18
Direccional: Largo USD/MXN	14.98	15.50	14.60	15.43	G	20-mar-15	20-abr-15
Direccional: Corto EUR/MXN	17.70	n.a.	n.a.	16.90	G	5-ene-15	15-ene-15
Direccional: Corto USD/MXN	13.21	n.a.	n.a.	13.64	P	10-sep-14	26-sep-14
USD/MXN call spread**	12.99	13.30	n.a.	13.02	P	6-may-14	13-jun-14
Corto direccional USD/MXN	13.00	12.70	13.25	13.28	P	31-oct-13	8-nov-13
Corto límite USD/MXN	13.25	12.90	13.46	--	--	11-oct-13	17-oct-13
Corto EUR/MXN	16.05	15.70	16.40	15.69	G	29-abr-13	9-may-13
Largo USD/MXN	12.60	12.90	12.40	12.40	P	11-mar-13	13-mar-13
Largo USD/MXN	12.60	12.90	12.40	12.85	G	11-ene-13	27-feb-13
Táctico corto límite en USD/MXN	12.90	12.75	13.05	--	--	10-dic-12	17-dic-12
Corto EUR/MXN	16.64	16.10	16.90	16.94	P	03-oct-12	30-oct-12

\* Únicamente rendimiento de la posición en el spot (sin incluir carry)

\*\* Strike bajo (long call) en 13.00, strike alto (short call) en 13.30. Costo de la prima de 0.718% del notional

## 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 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, 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 percibida por parte de los Analistas se basa en actividades y servicios que van dirigidos en brindar información 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 Banorte y del Grupo Financiero Banorte 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.

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.

Grupo Financiero Banorte, Casa de Bolsa 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, del 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
<b>COMPRA</b>	Cuando el rendimiento esperado de la acción sea mayor al rendimiento estimado del IPC.
<b>MANTENER</b>	Cuando el rendimiento esperado de la acción sea similar al rendimiento estimado del IPC.
<b>VENTA</b>	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 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 es elaborada por los Analistas con datos internos y/o de fuentes consideradas como fidedignas con fines informativos y de discusión ilustrativos por lo que las decisiones de inversión no deberán basarse en el contenido de este documento y, en ninguna circunstancia deberá usarse ni considerarse como una oferta de venta ni como una petición o una oferta de compra. En la medida en que considere necesario, usted deberá consultar con sus propios asesores legales, fiscales, de negocio, de inversión, financieros y contables y hacer su propia decisión de inversión. Rendimientos históricos no garantizan rendimientos futuros. Los rendimientos se determinan utilizando información proporcionada por nuestra valuadora, utilizando la mecánica de cálculo establecida a nivel gremial. La información, estimaciones y recomendaciones que se incluyen en los reportes 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 los comentarios. Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. no acepta responsabilidad alguna por cualquier pérdida que se derive del uso de los reportes o de su contenido. El material contenido en este documento no podrá ser fotocopiado, citado, divulgado, utilizado, ni reproducido total o parcialmente sin previa autorización escrita por parte de Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V.

# Directorio

## DGA Análisis Económico y Financiero



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



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

### Análisis Económico



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



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

### Estrategia de Mercados



**Manuel Jiménez Zaldívar**  
Director Estrategia de Mercados  
manuel.jimenez@banorte.com  
(55) 5268 - 1671



**José Itzamna Espitia Hernández**  
Subdirector Análisis Bursátil  
jose.espita@banorte.com  
(55) 1670 - 2249



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



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

### Análisis Cuantitativo



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



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



**Andrea Muñoz Sánchez**  
Analista Análisis Cuantitativo  
andrea.muñoz.sanchez@banorte.com  
(55) 1103 - 4000



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



**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



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



**Cintia Gisela Nava Roa**  
Subdirector Economía Nacional  
cintia.nava.roa@banorte.com  
(55) 1103 - 4000



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



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



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



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



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



**Hugo Armando Gómez Solís**  
Subdirector Deuda Corporativa  
hugoa.gomez@banorte.com  
(55) 1670 - 2247



**Isaías Rodríguez Sobrino**  
Gerente de Renta Fija, Tipo de Cambio y Commodities  
isaias.rodriguez.sobrino@banorte.com  
(55) 1670 - 2144



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



**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



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



**Jazmin Daniela Cuautencos Mora**  
Gerente Análisis Cuantitativo  
jazmin.cuautencos.mora@banorte.com  
(55) 1103 - 4000