

# Asimilando los riesgos de recesión global

**Perspectiva Trimestral 1T23**

18 de enero de 2023

## Perspectiva 1T23 – Asimilando los riesgos de recesión global

En el 2023 podría materializarse el riesgo de recesión global que se ha venido advirtiendo desde hace algunos meses, ante los efectos negativos de una política monetaria restrictiva para pelear una inflación que el año pasado alcanzó un máximo de varias décadas en un cúmulo de países, pero que ha comenzado a dar señales de ir cediendo. También abonarán a este escenario recesivo algunos factores geopolíticos adversos –como el conflicto bélico entre Rusia y Ucrania que está próximo a cumplir un año– y el retiro de los estímulos fiscales. No obstante, es importante notar que muy probablemente la recesión afecte de una manera distinta a cada una de las regiones. En este contexto, en Banorte mantenemos nuestra expectativa de una recesión que podría ser moderada y de corta duración en Estados Unidos.

Otros aspectos por considerar a lo largo del año serán las secuelas del Coronavirus, tanto en políticas públicas como en la cadena de suministro mundial. En este sentido, será importante ver como el mundo va adaptándose a una nueva realidad en donde el Coronavirus comienza a verse como un riesgo sanitario endémico. Esto podría implicar un punto de inflexión importante en la normalización de la cadena de producción y distribución a una mayor velocidad de lo observado en el 2022. De igual forma, será crucial el gradual abandono de las fuertes políticas de restricción de movilidad que implementó China desde inicios de la pandemia, lo cual podría acelerar la regularización del comercio internacional, con efectos importantes tanto en la actividad económica como en los precios de materias primas.

Es importante señalar que en los primeros meses del año se ha percibido una retórica más promisoría en términos de las condiciones monetarias en el mundo, tomando en cuenta que el ciclo de alza de tasas de los bancos centrales está próximo a terminar. En el caso del Banco de la Reserva Federal se espera una moderación adicional en la magnitud del incremento de su tasa de interés. Esta idea ha ayudado al mercado a tener un respiro en las primeras semanas del año, después de un 2022 de valuaciones afectadas por los temores sobre recesión.

En México, el desempeño de la economía será altamente dependiente de cómo transitará EE.UU. la posible recesión, pero con algunos factores positivos provenientes del *nearshoring*. En política monetaria, Banxico podría concluir el ciclo alcista este trimestre con una tasa terminal de 11%, nivel que podría mantenerse hasta el 3T23. Posteriormente, el banco central analizará la conveniencia de reducir su tasa en las últimas dos reuniones del año a 10%. En el frente fiscal esperamos continuidad en la estrategia de estabilidad. Finalmente, habrá interés en la agenda legislativa y en las discusiones en torno a las disputas comerciales en algunos frentes con Estados Unidos y Canadá.



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



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

Ganadores del premio a los mejores pronosticadores económicos de México en 2021, otorgado por Refinitiv



**STARMINE AWARDS FOR REUTERS POLLS FROM REFINITIV**

Documento destinado al público en general

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

Fin de periodo

	1T23	2T23	3T23	4T23	2020	2021	2022	2023
PIB (% a/a)	2.8	1.8	0.7	0.7	-8.2	4.8	3.1	1.5
Inflación (% a/a)	6.2	6.0	4.2	4.8	3.2	7.4	7.8	4.8
USD/MXN	19.34	19.37	20.30	20.20	19.91	20.53	19.50	20.20
Tasa de referencia de Banxico (%)	11.00	11.00	11.00	10.00	4.25	5.50	10.50	10.00
TIE de 28 días (%)	11.28	11.25	11.23	10.20	4.48	5.72	10.77	10.20
IPC (puntos)	--	--	--	59,000	44,067	53,272	48,464	59,000

Fuente: Banorte

## México

La economía mexicana registró un mayor dinamismo al anticipado en 2022, particularmente favorable en un entorno retador caracterizado por el fuerte apretamiento monetario global. El consumo privado y los servicios fueron sólidos, apoyados por buenos fundamentales –como el empleo y las remesas– y con la pandemia siendo dejada atrás. La construcción sorprendió positivamente, sobre todo la no residencial. Las manufacturas continuaron avanzando, aunque la política de cero-COVID en China distorsionó el comercio internacional. En el agregado, revisamos al alza nuestro estimado del PIB para el último trimestre de 2022 a +0.5% t/t (+3.6% a/a). Con esto, todo el año habría avanzado 3.1%. Derivado de lo anterior, y a pesar de que persisten temores de una recesión global, revisamos también nuestro pronóstico para todo 2023 al alza a 1.5% (previo: 1.0%). Resaltamos cinco factores detrás del ajuste: (1) Un mayor impulso inercial; (2) una derrama favorable de inversión relacionada con el *nearshoring* –a pesar de mayores costos de financiamiento; (3) un impulso adicional del gasto gubernamental, tanto por el [crecimiento en recursos para los programas sociales](#), como por los esfuerzos en obras de infraestructura prioritaria; (4) consolidación del comercio regional y mayor inversión privada, con [noticias favorables sobre las reglas de origen en el sector automotriz](#); y (5) resiliencia de EE.UU., con una desaceleración más moderada a la esperada previamente en términos de exportaciones, remesas y turismo.



**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

En inflación, la dinámica sería mejor en el margen, [revisando nuestro estimado al cierre de año a 4.8% a/a](#) por menores presiones en la no subyacente. No obstante, los riesgos prevalecen para la subyacente, ajustándola solo -10pb a 5.6%. Las implicaciones para la política monetaria son relevantes. En el corto plazo, las preocupaciones sobre la subyacente –además de más alzas del Fed– impulsarán a Banxico a llevar su tasa de referencia a 11.00% al cierre del trimestre, nivel terminal estimado para este ciclo. Si bien este punto final es el mismo que ya teníamos previsto desde hace tiempo, hemos recalibrado la trayectoria. Ahora vemos dos alzas de 25pb (febrero y marzo) en vez de una de 50pb. Además, anticipamos 100pb de recortes totales en el 4T23 (-50pb cada uno, en noviembre y diciembre) ante una menor inflación para ese momento, con la tasa cerrando este año en 10.00% (previo: 10.25%).

Los eventos relevantes durante el trimestre incluyen el inicio del Periodo Ordinario de Sesiones el 1° de febrero, atentos a las discusiones sobre reformas a leyes electorales, la elección del consejero presidente del INE y tres consejeros más. Por último, estaremos monitoreando los procesos de resolución de controversias en el marco del T-MEC.

### PIB: Demanda

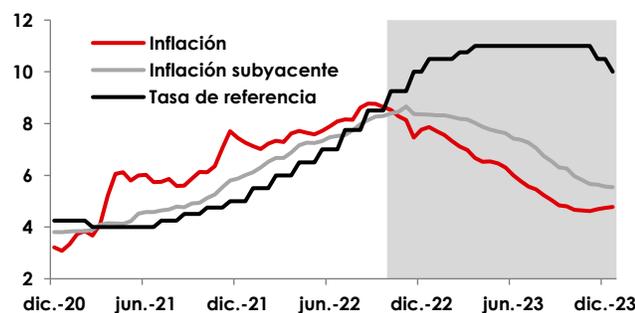
% a/a cifras originales; % t/t cifras ajustadas por estacionalidad

% a/a	1T23	2T23	3T23	4T23	2023
<b>PIB</b>	<b>2.8</b>	<b>1.8</b>	<b>0.7</b>	<b>0.7</b>	<b>1.5</b>
Consumo privado	2.5	1.5	1.4	1.3	1.6
Inversión	0.5	-0.5	-0.2	0.8	0.2
Gasto de gobierno	0.7	0.9	-0.8	0.8	0.4
Exportaciones	5.5	2.0	0.7	0.6	2.1
Importaciones	8.0	2.2	-2.2	0.6	1.9
<b>% t/t</b>					
<b>PIB</b>	<b>0.3</b>	<b>0.1</b>	<b>-0.1</b>	<b>0.4</b>	--

Fuente: Banorte

### Inflación y tasa de referencia

% a/a; %



Fuente: INEGI, Banxico, Banorte

## Crédito bancario en México

La relación entre el crecimiento económico y el crédito bancario ha sido ampliamente estudiada y se ha encontrado una dinámica positiva entre ambas, tanto teórica, como empíricamente. Las decisiones de los agentes económicos están fuertemente influenciadas por el estado de la economía. En un escenario de expansión, las expectativas, oportunidades existentes e inclusive mayor confianza motivan la adquisición de crédito para el consumo e inversión. Cuantitativamente, los modelos de Vectores Autorregresivos (VAR) tienen la capacidad de sintetizar la relación entre dos o más variables y obtener pronósticos a través de los datos históricos de la variable dependiente y de las variables independientes, lo que es útil para contar con información oportuna para la toma de decisiones.

Buscando formalizar la relación entre la actividad económica y el crédito en México se utilizó la cartera vigente total de la banca comercial al sector privado no financiero como variable dependiente y el Producto Interno Bruto (PIB) como variable independiente. Además, se probaron otras especificaciones que incluían, entre otras, actividad industrial, remesas y tasa de interés (TIEE 28 como una aproximación de la tasa de referencia). Sin embargo, no mostraron una relación estadísticamente significativa. Las series se utilizaron con frecuencia anual y en términos reales para el periodo 2000-2021. Se realizó un análisis exploratorio sobre el periodo de los rezagos, destacándose el primero (PIB<sub>t-1</sub>) al tener una alta correlación con el crédito (0.8). Se encontró que el PIB<sub>t-1</sub> es estadísticamente significativo y explica un porcentaje importante de la variación del crédito bancario (94%). Finalmente, la prueba de causalidad de Granger muestra que existe causalidad entre las variables mencionadas. Con base en la fuerte evidencia estadística de la relación entre el crédito bancario y el PIB, se aplicó un modelo VAR de orden 1. En la especificación se incluyó una variable de ajuste en el año 2020 para corregir por los efectos de la pandemia.

Para corroborar la validez del modelo, seguimos la metodología desarrollada por Lütkepohl (2005)<sup>1</sup>. Se verificó la significancia estadística de los términos considerados, así como los principales supuestos de los residuales. Para evaluar la verdadera capacidad predictiva del modelo se realizó un *backtest* fuera de la muestra (ver cuadro). El modelo pronosticó un avance en 2022 de 1.4%, cercano al 1.8% observado en el año hasta noviembre. Para 2023, el modelo predice que el crédito bancario crecerá 4.4% en términos reales, consistente con nuestra visión para el sector, el cual esperamos que se mantenga en recuperación y con una fuerte dinámica.



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



**Cintia Gisela Nava Roa**  
 Subdirector Economía Nacional  
 cintia.nava.roa@banorte.com

### Backtest y pronósticos

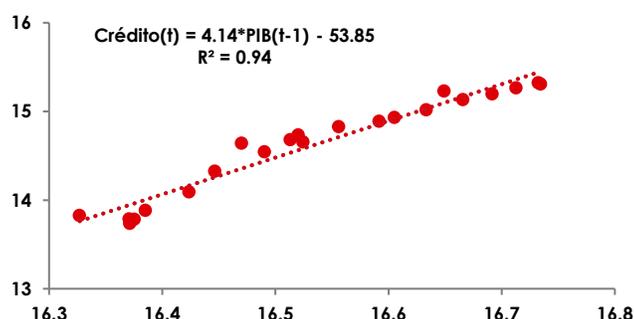
% a/a en términos reales

	Modelo	Observado
2019	5.5	4.6
2020	1.7	1.1
2021	-8.8	-8.6
2022	1.4	1.8*
2023	4.4	--

\* Nota: Acumulado en el año hasta noviembre  
 Fuente: Banorte con datos de INEGI y Banxico

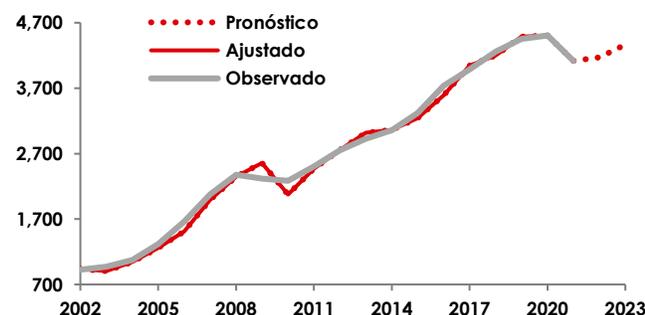
<sup>1</sup>Lütkepohl, H. (2005). *New introduction to multiple time series analysis*. Springer Science & Business Media.

**PIB<sub>(t-1)</sub> y crédito bancario<sub>(t)</sub>**  
 Logaritmos



Fuente: Banorte con datos de Banxico e INEGI

**Ajuste del modelo de crédito bancario**  
 \$ miles de millones



Fuente: Banorte con datos de Banxico e INEGI

## Estados Unidos

El año inicia en un entorno económico retador y de incertidumbre. En primer lugar, por los efectos que tendrá el agresivo ciclo de alzas en tasas que el Fed inició en 2022 sobre la inflación y el crecimiento. En segundo, por lo que podría implicar un Congreso dividido tras las elecciones intermedias para la agenda del presidente Biden de cara a la elección de 2024. El dinamismo internacional probablemente se desacelerará (ver sección *Global*) y varias regiones estarán al borde o en una recesión, lo que se traduce en riesgos para la demanda externa de EE.UU.

Hasta el momento, la economía se ha mantenido resiliente a pesar de las mayores tasas. Con base en los datos ya disponibles, revisamos el estimado del PIB del 4T22 a 2.1% t/t anualizado (previo: 0.0%). Con esto, en todo 2022 habría crecido 2.0%. Sin embargo, estimamos una contracción moderada en la primera mitad del 2023 y un ligero repunte en el segundo semestre. Una de las principales razones detrás de esta dinámica sería la moderación en el consumo de los hogares. En el gasto en bienes se observa una fuerte desaceleración –sobre todo en duraderos, más sensibles al aumento en costos de financiamiento–, pero los servicios mantienen un paso sólido, aunque eventualmente con menor fuerza de la mano de un mercado laboral que se irá debilitando. También creemos que es importante el potencial impacto del efecto riqueza negativo por pérdidas acumuladas de los mercados financieros en 2022 y mayores precios en rentas de vivienda (ver primera gráfica derecha). En lo que se refiere al empleo, si bien esperamos que se modere, parece que el primer trimestre veremos todavía cierta fortaleza. Estimamos una creación de plazas promedio mensual de entre 150 y 200 mil (4T22: 247 mil), notando que una diversidad de empresas ha anunciado recortes de su plantilla, sobre todo en el sector de tecnología. Estimamos un alza gradual de la tasa de desempleo, pasando de 3.5% al cierre de 2022 a 3.8% al cierre del trimestre.

La inflación ha sorprendido favorablemente y continuará con su tendencia a la baja, pero esperamos que se mantenga elevada al menos en el 1T23, con un promedio de 4.9%. Los mayores riesgos se centran en el desempeño de los precios de los servicios, que actualmente avanzan a un ritmo de 7.0% a/a (ver segunda gráfica derecha). En específico, será clave la trayectoria de los costos de alquileres, que se han vuelto a acelerar (7.5% a/a en diciembre). En este contexto, el mercado incorpora alzas acumuladas en la tasa de fondos federales de 59pb a mediados del año, ligeramente menos que nuestros 75pb. Ahora esperamos: (1) Un ritmo más moderado de 25pb por reunión en febrero, marzo y mayo, con el rango de la tasa terminal en 5.00% a 5.25%; y (2) que no habrá recortes durante el resto de 2023.

### Estimados Banorte sobre Estados Unidos

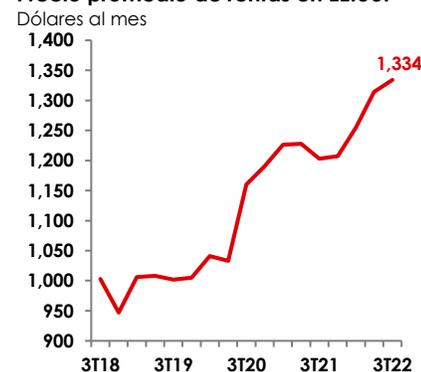
	1T23	2T23	3T23	4T23	2022*	2023*
<b>PIB (% t/t anualizado) *</b>	-0.4	-0.3	1.2	1.6	2.0	0.8
Consumo Privado	0.3	0.5	2.4	3.5	2.9	1.7
Inversión Fija	-5.5	0.0	3.2	4.1	-0.2	-2.3
Exportaciones	-2.8	-5.1	-1.6	-0.4	7.8	1.9
Importaciones	2.4	-0.8	0.4	3.2	8.5	-0.8
<b>Inflación (% anual, promedio)</b>	4.9	2.5	2.1	1.8	8.0	2.8
<b>Tasa de desempleo (% fdp)</b>	3.8	4.0	4.2	4.2	3.5	4.2
<b>Creación de empleo (miles)</b>	550	350	150	200	4,117	1,250

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



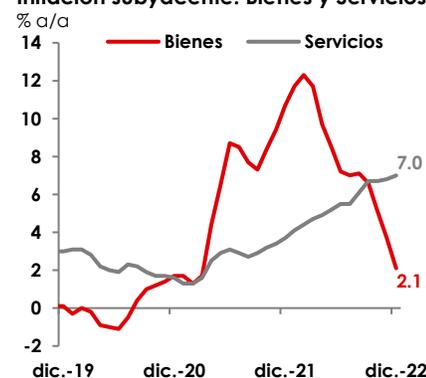
**Katia Celina Goya Ostos**  
Director  
Economía Internacional  
katia.goya@banorte.com

### Precio promedio de rentas en EE.UU.



Nota: Este indicador se basa en la mediana de precios de lista de viviendas disponibles  
Fuente: Banorte con datos de Bloomberg

### Inflación subyacente: Bienes y Servicios



Fuente: Banorte con datos del BLS

## Global

A lo largo del año pasado, los pronósticos sobre el crecimiento global de 2023 se fueron revisando a la baja. Además de la guerra en Ucrania, el panorama estará influenciado por el efecto acumulado del apretamiento monetario, los niveles todavía elevados de inflación, un menor espacio para apoyos fiscales y la pandemia –incluyendo el acceso a las vacunas y el posible surgimiento de nuevas variantes. Sin embargo, la mayor sorpresa del último par de meses ha sido la abrupta eliminación de las restricciones bajo la estrategia ‘cero-COVID’ en China. [De acuerdo con el Fondo Monetario Internacional](#) (FMI), el crecimiento global será de 2.7% este año desde 3.2% en el 2022. Al respecto, la directora Gerente del organismo, Kristalina Georgieva, dijo apenas hace unos días que la reapertura de China será el factor más importante para el crecimiento global este año.

La incertidumbre sobre el rumbo de dicho país permanece muy alta. Entre otros factores, esto se debe a que se habían mantenido firmes en su estrategia de cero-tolerancia. Ante su importancia en el comercio internacional, lo anterior repercutió en la cadena de suministros global (ver primera gráfica, derecha) y propició una fuerte desaceleración, con un crecimiento de sólo 3.0% en el 2022. Tras fuertes manifestaciones de la población y el temor de un mayor impacto, a finales del año pasado la administración de Xi Jinping decidió abrir la economía abruptamente. En este sentido, el gobierno ha reorientado su estrategia a impulsar la recuperación tras la pandemia. Entre sus políticas más destacables, a mediados de noviembre se anunció un paquete para ayudar a los desarrolladores en el sector de bienes raíces. La recuperación de este último probablemente será una condición necesaria para un repunte más generalizado.

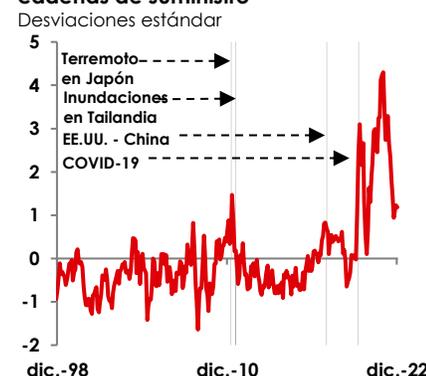
La cuestión más importante parece ser ahora el balance entre los efectos negativos y positivos de una rápida apertura. Hasta ahora, las señales apuntan a que los consumidores se incorporarán a la nueva normalidad después de dejar atrás el pico en el número de contagios (segunda gráfica derecha). La esperanza es que mayores niveles de inmunidad y la eliminación de las restricciones impulsarán la confianza y el consumo, soportado a su vez por ahorros en exceso de los hogares. Derivado de lo anterior, se han empezado a ver ajustes al alza en los estimados del crecimiento de China para 2023 (ver tabla, derecha). Aunque la perspectiva ha mejorado, al mismo tiempo han crecido los temores de renovadas alzas en precios –sobre todo de las materias primas– que dificultarían el combate global contra la inflación.

Por último, la evolución de la relación entre China y EE.UU. seguirá acaparando los titulares. A los aranceles establecidos por Trump se añaden nuevas disposiciones de la administración de Biden para limitar las exportaciones de algunos productos por motivos de seguridad nacional, además de un fuerte apoyo bipartidista en impulsar la producción doméstica para reducir la dependencia de EE.UU. en bienes como los semiconductores. Esto ha abierto oportunidades a otras economías para sustituir la producción proveniente del país asiático, creciendo el interés por el *nearshoring*, *friendshoring* y/o *reshoring* como fuerte tendencia del comercio internacional.



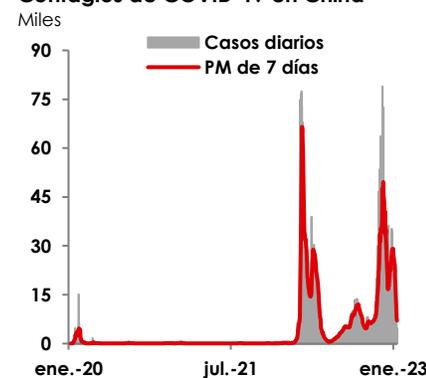
**Katia Celina Goya Ostos**  
Director  
Economía Internacional  
katia.goya@banorte.com

### Índice de presiones globales en cadenas de suministro\*



\* Nota: El índice integra una serie de métricas como *Baltic Dry Index*, *Harpex Index* y precios de transporte del BLS con el objetivo de proporcionar un panorama más completo de las posibles interrupciones que afectan las cadenas de suministro globales. Los valores mayores a cero indican mayores presiones que el promedio histórico. Fuente: Banorte con datos de Bloomberg y el Fed de Nueva York

### Contagios de COVID-19 en China



Fuente: Banorte con datos del Bloomberg

### Estimados de crecimiento en China

% a/a	2023	2024
<b>Banco Mundial</b>	4.3	5.0
<b>FMI</b>	4.4	4.5
<b>OCDE</b>	4.6	4.1
<b>Bloomberg</b>	4.8	5.0

Fuente: Banorte con datos del BM, FMI, OCDE y Bloomberg

## Renta fija gubernamental

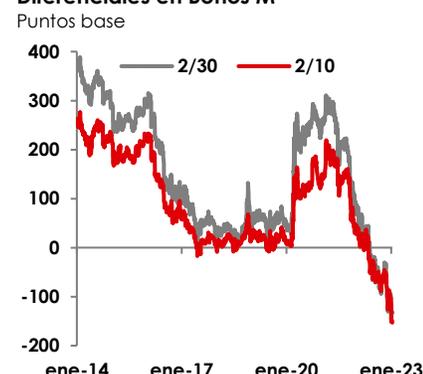
**Ganancias en Bonos M al cierre de 2022.** Las tasas locales de mediano y largo plazo registraron ganancias en el 4T22 ante las señales de una desaceleración en la inflación y mayor apetito por activos de riesgo. En específico, los Bonos M de mayor duración regresaron a niveles ligeramente arriba de 9.00% tras alcanzar la figura de 10.00% en octubre. Mientras tanto, las curvas registraron una mayor inversión tanto en EE.UU. como en México, con la parte corta anclada por la cautela monetaria. El diferencial 2/10 finalizó en -102pb desde -70pb el trimestre previo. De igual forma, esta métrica para los *Treasuries* pasó a -55pb desde -45pb.

**Mejor panorama para renta fija debido a la cercanía del fin del ciclo restrictivo.** Los instrumentos de renta fija sugieren que los bancos centrales de México y EE.UU. finalizarán sus ciclos restrictivos en 1T23. El primero alcanzaría una tasa terminal de 11.00% (+700pb) y el segundo de 4.75% a 5.00% (+475pb). No descartamos nuevas presiones en tasas de menor plazo, sobre todo en el último caso al estar todavía un poco debajo de nuestra visión. Sin embargo, una vez que se haya asimilado completamente el fin de los ciclos restrictivos, vemos una oportunidad atractiva en el Bono M Dic'23 –cotizando en máximos desde 2005 y con una subvaluación con base en su rendimiento ajustado por duración– y de recibir swaps de TIIE-28 en la parte corta. En términos relativos, el belly (5 a 7 años) luce menos atractivo vs el extremo largo tras el rally de 60pb acumulado en lo que va de enero. A pesar de que los Bonos M de mayor duración también han ganado con relativa fuerza (~30pb), estamos más optimistas en esta sección por el potencial de un repunte en la demanda de extranjeros. De acuerdo con Banxico, sus tenencias de Bonos M aumentaron a \$1,398 mil millones desde mínimos de 8 años de \$1,259 mil millones al inicio del 3T22. Históricamente, estos inversionistas han preferido los instrumentos de largo plazo, pero las ventas tras la pandemia y la guerra en Ucrania llevaron sus tenencias a mínimos y probablemente debajo de sus *benchmarks* respectivos. Con base en esto y de continuar el apetito por riesgo, los nodos Nov'38, Nov'42, Nov'47 y Jul'53 serían los más beneficiados. Sin embargo, no abrimos posiciones direccionales ya que los diferenciales vs. los *Treasuries* han colapsado debajo de 520pb. A pesar de lo anterior, reiteramos nuestra preferencia en tasas nominales vs reales. En estas últimas, creemos que los Udibonos aún no reflejan atractivo a pesar de menores *breakevens* en la mayoría de los plazos, sobre todo los de 5 y 10 años.



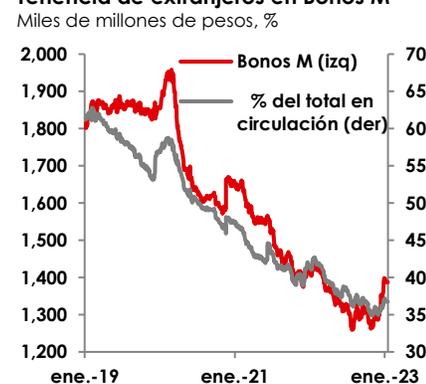
**Leslie Thalía Orozco Vélez**  
Subdirector  
Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio  
leslie.orozco.velez@banorte.com

**Diferenciales en Bonos M**



Fuente: Banorte, PiP

**Tenencia de extranjeros en Bonos M**



Fuente: Banorte, Banxico

**Pronósticos de tasas de interés**  
%

Instrumento	2019	2020	2021	2022	2022				Pronósticos 2023				
					1T	2T	3T	4T	1T	2T	3T	4T	
<b>Tasa de referencia de Banxico</b>													
Fin de periodo	7.25	4.25	5.50	10.50	6.50	7.75	9.25	10.50	<u>11.00</u>	<u>11.00</u>	<u>11.00</u>	<u>10.00</u>	
Promedio	8.05	5.44	4.38	7.65	6.00	6.85	8.19	9.77	<u>10.75</u>	<u>11.00</u>	<u>11.00</u>	<u>10.50</u>	
<b>Cetes 28 días</b>													
Fin de periodo	7.30	4.25	5.51	10.09	6.47	7.70	9.30	10.09	<u>11.10</u>	<u>11.08</u>	<u>11.06</u>	<u>10.04</u>	
Promedio	7.87	5.33	4.44	7.72	5.95	6.99	8.31	9.61	<u>10.83</u>	<u>11.08</u>	<u>11.06</u>	<u>10.54</u>	
<b>TIIE 28 días</b>													
Fin de periodo	7.56	4.48	5.72	10.77	6.72	8.03	9.54	10.77	<u>11.28</u>	<u>11.25</u>	<u>11.23</u>	<u>10.20</u>	
Promedio	8.31	5.69	4.63	7.93	6.36	7.09	8.50	10.05	<u>11.03</u>	<u>11.25</u>	<u>11.23</u>	<u>10.70</u>	
<b>Bono México 10 años</b>													
Fin de periodo	6.85	5.54	7.57	9.08	8.24	9.02	9.65	9.08	<u>9.00</u>	<u>8.90</u>	<u>8.90</u>	<u>8.65</u>	
Promedio	7.61	6.25	6.81	8.80	7.96	8.89	8.95	9.37	<u>9.04</u>	<u>8.95</u>	<u>8.90</u>	<u>8.78</u>	
<b>Bono EE.UU. 10 años</b>													
Fin de periodo	1.92	0.91	1.51	3.87	2.34	3.01	3.83	3.87	<u>3.80</u>	<u>3.70</u>	<u>3.50</u>	<u>3.30</u>	
Promedio	2.14	0.88	1.44	2.95	1.95	2.92	3.10	3.82	<u>3.84</u>	<u>3.75</u>	<u>3.60</u>	<u>3.40</u>	
<b>Diferencial 10 años México vs. EE.UU.</b>													
Fin de periodo	493	463	606	521	590	601	582	521	<u>520</u>	<u>520</u>	<u>540</u>	<u>535</u>	
Promedio	547	534	538	585	601	597	585	555	<u>521</u>	<u>520</u>	<u>530</u>	<u>538</u>	

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

## Tipo de cambio

**El apetito por riesgo ha impulsado a otras monedas frente al dólar.** Gran parte de 2022, el USD actuó como refugio de valor y cotizó en niveles no vistos en 20 años. No obstante, la moderación de la inflación y el menor ritmo alcista del Fed al cierre del trimestre se han convertido en vientos en contra. En este sentido, la posición especulativa pasó de un neto largo en USD por US\$13,286 millones al cierre del 3T22 a neto corto por US\$8,745 millones (10 enero 2023). Técnicamente, los PM de 50 y 200 días del DXY y el BBDXY tuvieron un intercambio negativo ('death cross'), reforzando la señal de debilidad. Con el fin del ciclo restrictivo cerca y a pesar de tasas altas en EE.UU., la dinámica de las divisas en 2023 podría estar influenciada con más fuerza por la dicotomía entre crecimiento e inflación, los riesgos macroeconómicos y financieros. Estos serán dispares entre regiones, incentivando así ajustes de portafolios. Pensamos que los mercados reaccionarán a las señales de un 'pivote' de los bancos centrales y la evolución de las posiciones fiscales, sobre todo hacia el 2S23 conforme se vayan anticipando posibles bajas de tasas.

**Competencia por flujos ante menor liquidez.** Con el Fed alcanzando pronto su tasa terminal, los inversionistas voltearán a otras regiones. En desarrollados resalta el ECB, con un ciclo alcista que continuará y una mejoría en las perspectivas de crecimiento a pesar de la guerra y que prevalecen los riesgos de recesión. Con base en nuestros estimados, el diferencial entre la tasa de depósito del ECB y la Fed funds subirá desde -250pb actual a -175pb al cierre del año. El mercado ya ha anticipado parte de estos cambios, con el posicionamiento pasando a neto largo en EUR desde septiembre. Tras ganar 10.0% desde finales del 3T22, no descartamos tomas de utilidades. Para el cierre de año, estimamos EUR/USD 1.10.

**El 'súper' peso seguirá en el 1S23.** El MXN concluyó 2022 en \$19.50 por dólar, apreciándose +5.3%. La ampliación del diferencial de tasas de Banxico vs. el Fed, cuentas fiscales estables y sorpresas positivas en cuentas externas ayudan a explicar el desempeño. Creemos que el peso seguirá fuerte en el 1S23, mientras que para el cierre de año ajustamos nuestro estimado a 20.20 por dólar (previo 21.20), con un rango anual entre USD/MXN 18.50 y 21.00. Desde octubre, los flujos de extranjeros a bonos soberanos han repuntado en US\$4,398 millones y su participación se ubica en 36.8%, lo que todavía es moderado. Creemos que el apetito seguirá ante: (1) Mayor crecimiento del PIB al estimado por el mercado; (2) beneficios por el *nearshoring*; (3) un *carry* ajustado por vol atractivo y menores riesgos políticos relativos (e.g. Brasil, Perú); y (4) inflación más baja que implica una mayor tasa real. Sin embargo, hacia la segunda mitad incorporamos mayores presiones ante nuestra visión de que Banxico iniciará los recortes antes que el Fed.



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

### Posiciones técnicas del USD

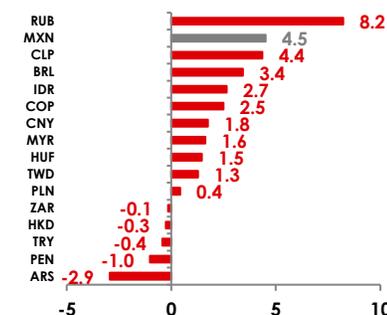
Miles de millones, Positivo: neto largo USD



Fuente: Banorte con datos de CME

### Desempeño de divisas emergentes

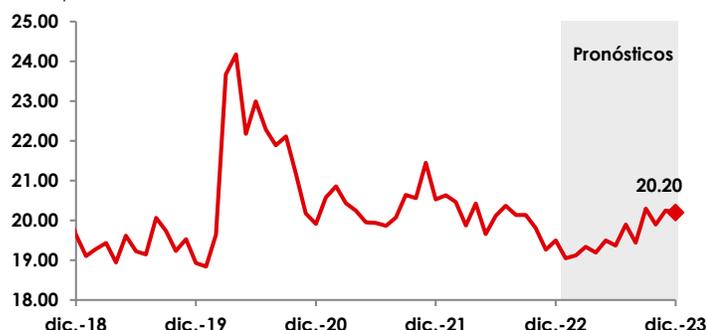
%, en el año



Fuente: Banorte con datos de Bloomberg al 17 de enero 2023

### USD/MXN

Pesos por dólar



Fuente: Bloomberg, Banorte

### Pronósticos USD/MXN

Pesos por dólar

Período	Fin de periodo	Pronóstico previo	Pronóstico actual	Promedio periodo
1T22	19.87			
2T22	20.12			
3T22	20.14			
4T22	19.50			
1T23		<u>20.02</u>	<u>19.34</u>	<u>19.17</u>
2T23		<u>20.19</u>	<u>19.37</u>	<u>19.36</u>
3T23		<u>21.12</u>	<u>20.30</u>	<u>19.88</u>
4T23		<u>21.20</u>	<u>20.20</u>	<u>20.12</u>

Fuente: Bloomberg, Banorte \*Cifras subrayadas son pronósticos

## Índices accionarios

**Las expectativas mejoran, aunque la volatilidad continuará en el 1T23.** Tras un 2022 muy complejo y lleno de retos, los principales índices accionarios concluyeron el año con pérdidas promedio de 12.6% en dólares y bajas generalizadas por región. No obstante, el inicio del 2023 refleja un sentimiento de menor aversión al riesgo y un avance promedio de las bolsas del 7.7% en dólares. Esto ha sido sustentado por: (1) La expectativa de un ritmo menos agresivo de alza de las tasas de interés por distintos bancos centrales, particularmente del Fed; (2) presiones en precios que han ido cediendo, sobre todo en bienes; (3) la rápida reapertura de actividades en China; (4) pérdidas del dólar; y (5) compras de oportunidad tras las bajas registradas. A pesar de lo anterior, la volatilidad continuará los primeros meses del año conforme logra definirse el nivel terminal en las tasas –especialmente en EE.UU. al ser la tasa libre de riesgo global– y la magnitud del escenario recesivo, principalmente en países desarrollados. Sin embargo, la reapertura de China y una normalización adicional en las cadenas de suministro ayudarán a ir definiendo una mejor perspectiva, con su consecuente impacto en las utilidades de las empresas.

**Preferencia por mercados emergentes, destacando no sólo China, sino también economías como México.** En particular, éste último caso estaría apoyado por: (1) Una mejor perspectiva de crecimiento del PIB; (2) el inicio del ciclo de recortes en las tasas de interés por parte de Banxico este año; (3) una valuación que sigue siendo muy atractiva vs. comparables; (4) una recuperación en la rentabilidad de las emisoras ante un entorno menos adverso en costos; y (5) una mejora en el sentimiento de los inversionistas debido a estrategias que apuntalan cada vez más los beneficios del *nearshoring*. Aunque estamos más optimistas y hemos revisado al alza los niveles de referencia para el S&P500 y el IPC, sugerimos ir aumentando la exposición hacia activos de riesgo de manera cautelosa, aprovechando los ajustes que seguirán presentes y privilegiando historias defensivas en el 1T23.

**Nivel de referencia S&P500.** Para 2023 subimos el estimado a 4,350pts vs 4,000pts previo, al considerar un múltiplo P/U adelantado de 17.8x (por arriba del actual de 17.4x). Estamos anticipando una revaluación en los múltiplos dada la perspectiva de recuperación en utilidades y la posibilidad de relajamiento en tasas por parte del Fed en 2024. Asumimos un crecimiento de 8.8% a/a para las utilidades en 2024 y 1.0% en 2023, prefiriendo ser conservadores vs. la estimación del consenso de analistas en la encuesta de *Bloomberg* en 10.3% y 1.3%, respectivamente, dados los retos que prevalecen.

**Nivel de referencia IPC.** En México, no sólo las perspectivas de crecimiento han mejorado, sino también el sentimiento entre los inversionistas. La recuperación en rentabilidad de las emisoras y la expectativa de menores tasas hacia finales de 2023 nos han convencido de revisar al alza nuestra proyección en el flujo operativo de las empresas, así como los niveles de valuación esperados. Al asumir un múltiplo FV/EBITDA de 6.7x –por arriba del 6.3x actual–, un avance en EBITDA de 4.8% (vs 1.4% a/a previo) y una deuda neta subiendo 0.7% a/a, nuestra referencia para 2023 del IPC es de 59,000pts (vs 48,800pts previo). Aunque creemos que existe cierto sesgo al alza para la recuperación en los múltiplos, niveles mayores serán determinados por la evolución de los riesgos aún presentes. A nivel de emisoras, mantenemos el perfil defensivo con [Ac](#) y [Femsa](#), incorporamos historias como [Lab](#) y [Chdraui](#) y seguimos viendo potencial en [Alpek](#) y [Asur](#).



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

### Pronóstico del S&P500 para 2023

Puntos

P/U Fwd	S&P500	Rendimiento Estimado (%)
18.3x	4,480	12.3
18.1x	4,419	10.7
<b>17.8x</b>	<b>4,358</b>	<b>9.2</b>
17.6x	4,296	7.6
17.3x	4,235	6.1

Fuente: Bloomberg, Banorte

### Pronóstico del IPC para 2023

Puntos

FV/EBITDA	IPC	Rendimiento Estimado (%)
7.1x	63,774	20.0
6.9x	61,417	15.6
<b>6.7x</b>	<b>59,060</b>	<b>11.2</b>
6.5x	56,703	6.7
6.3x	54,346	2.3

Fuente: Bloomberg, Banorte

## Commodities

**La mayoría de las materias primas cerraron el año pasado en terreno positivo.** Los índices GSCI y BCOM avanzaron 8.7% y 13.8% a/a, respectivamente. Esto fue impulsado principalmente por los energéticos ante su respuesta al estallamiento de la guerra entre Rusia y Ucrania, a pesar de que los precios se moderaron en el 2S22; además, y en menor medida, por ganancias en granos y ganado.

**La perspectiva para los precios del crudo permanece al alza.** En el último trimestre de 2022, los futuros del crudo mantuvieron la tendencia decreciente establecida desde inicios del segundo semestre, a su vez impulsada por la restricción del Fed y los subsecuentes temores de una recesión global. A ello se sumó un invierno menos frío que llevó a un menor consumo de gas natural, principalmente en la UE. Así, la referencia europea colapsó 52.7% t/t a 78.5 €/MWh. Esto también limitó al petróleo ya que no se materializó el repunte anticipado de la demanda, inclusive llevando a la curva de futuros temporalmente a *contango* en los plazos más cortos (~3 próximos meses). Sin embargo, persiste el *backwardation* en el resto de la curva. Para 2023, esperamos que el crudo se mantenga respaldado por bajos inventarios, el [compromiso de la OPEP+ por mantener el mercado balanceado](#) y la reapertura de China. Aunque la intensidad y éxito de esta última es muy incierta, dependerá del manejo del COVID-19, los estímulos y otros focos de inestabilidad financiera. Con ello, anticipamos un rango para el Brent entre 75-95 US\$/bbl para el 1T23 y de 70-100 US\$/bbl el resto del año. Sobre el gas natural, la EIA espera un precio promedio para 2023 menor a 5 US\$/MMBtu debido a un bajo consumo doméstico, equivalente a una caída de 25% respecto al año previo. De igual forma, esperan que la gasolina del PADD3 cotice en promedio en 3.3 US\$/gal (-16.5% a/a) por una mayor capacidad de las refinerías y menores márgenes de refinación.

El balance anual en metales industriales fue negativo a pesar de un repunte en el 4T22. El aluminio y el cobre perdieron 15.3% y 13.9% a/a, en el mismo orden. El principal factor fue el debilitamiento de la economía global. Para este sector esperamos una mayor recuperación por los bajos inventarios y la reapertura china. En este contexto, la razón entre el oro y el cobre ha disminuido 3.4% desde el cierre de noviembre, justo antes del inicio del relajamiento de las restricciones en ese país. En preciosos, el oro diluyó casi por completo en los últimos meses del año pasado los efectos negativos de su desventaja en términos de *carry* respecto al USD, avanzando 9.8% t/t. Sin embargo, con tasas que seguirán altas, creemos que estará limitado a un rango entre 1,800 y 2,000 US\$/oz t este año. Por último, vemos un sesgo negativo en los granos por menores costos de producción (e.g. fertilizantes y transporte), aunque con posibles presiones si China e India crecen más, además de los efectos del cambio climático y la guerra en Ucrania.

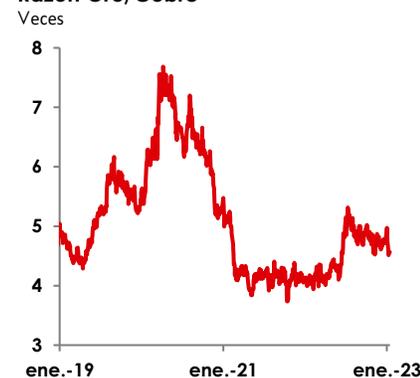


**Leslie Thalía Orozco Vélez**  
Subdirector  
Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio  
leslie.orozco.velez@banorte.com



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

**Razón Oro/Cobre\***



Fuente: Banorte, Bloomberg  
\*Una caída de este indicador se considera como una señal de una visión más expansiva sobre la economía

### Desempeño de precios y estimados del consenso para commodities

Producto	Unidad	Spot*	Desempeño (%)			Pronósticos del consenso					
			2020	2021	2022	1T23	2T23	3T23	4T23	2023	2024
WTI	US\$/bbl	81.15	-20.54	55.01	6.71	83.00	82.38	81.00	83.28	84.25	82.53
Brent	US\$/bbl	86.66	-21.52	50.15	10.45	90.00	89.00	85.50	86.33	87.50	87.05
Gas Natural (H. Hub)	US\$/MMBtu	3.68	15.99	46.91	19.97	5.20	4.62	4.30	4.90	4.87	4.41
Gasolina (RBOB)	US\$/gal	2.57	-0.17	0.58	0.10	2.44	2.79	2.84	2.65	2.68	2.84
Oro	US\$/onza troy	1,914	25.12	-3.64	-0.28	1,750	1,768	1,800	1,835	1,830	1,800
Plata	US\$/onza troy	24.04	47.89	-11.72	2.77	21.17	21.40	22.75	22.50	21.91	21.52
Cobre	US\$/tm	9,105	25.79	25.17	-13.87	7,800	8,000	8,200	8,403	8,200	9,050
Maíz	US\$/bu	673	24.82	22.57	14.37	626	627	623	620	625	600
Trigo	US\$/bu	737	14.63	20.34	2.76	736	740	747	767	730	725

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

## Deuda Corporativa



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

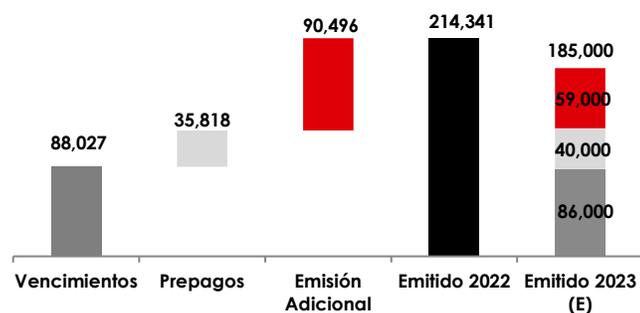
Las colocaciones en el mercado de deuda corporativa durante 2022 ascendieron a \$214,341 millones (+43.9% a/a) derivado de un dinámico desempeño en el cuarto trimestre –noviembre récord de colocaciones desde que tenemos registro (2004), en \$52,734 millones. El apetito por bonos de alta calidad fue claro. Al cierre de diciembre, 82.8% de lo colocado tuvo las máximas calificaciones crediticias en escala nacional ('AAA/AA+'). A su vez, la preferencia por bonos quirografarios fue notoria, con el 88.2% del monto emitido, mientras que los ABS y FF ascendieron a 11.8%. Las tasas variables (TIIE-28 y TIIEF) representaron 41.9%, seguido de tasa fija con 36.1% y tasa fija real con 22.0%. Ante el complejo panorama, consideramos que estas tendencias continuarán en los primeros meses de 2023.

Esperamos un menor dinamismo en el 1T23 –con niveles de actividad similar a los de años anteriores– ante altas tasas de interés y retiro de la liquidez global. A lo anterior se suma que emisores conocidos como América Móvil, CFE, Cetelem, Elektra, Femsa, Gruma y Orbia, entre otros, anticiparon desde el año pasado sus necesidades financieras para el 2023. En nuestra opinión, continuará la preferencia por emisiones quirografarias de alta calidad crediticia enfocadas en bonos de emisores o sectores considerados 'más seguros' (e.g. Alimentos, Bebidas, Consumo, etc.). En sobretasas, las muestras por calificación se han ubicado en niveles ligeramente inferiores a lo observado antes de la pandemia, impactando la demanda en las subastas más recientes. Esto llevó a las sobretasas de salida y a los diferenciales del resto de los bonos (-6pb en 'AAA' y -8pb en 'AA+' a/a) a la baja. Esperamos que la tendencia de los últimos meses continúe, con movimientos más moderados, pero con la misma trayectoria.

Para 2023 es previsible una mayor cautela de los tenedores de bonos, exacerbado por los temores sobre una posible recesión e inflación que mantendrá una dinámica compleja. Esta situación podría generar crecientes dudas sobre un deterioro de la calidad crediticia al suponer una posible desaceleración en ventas y bajas en márgenes de operación de los corporativos. Por ende, los inversionistas vigilarán la salud financiera de los emisores, mostrando mayor apetito por tasas variables y plazos más cortos. Derivado de esta situación, y analizando los vencimientos del presente año, estimamos un monto de colocación cercano a los \$185,000 millones para 2023, lo que significaría un retroceso del 13.7% sobre lo colocado en 2022.

### Monto emitido 2022-2023(E)

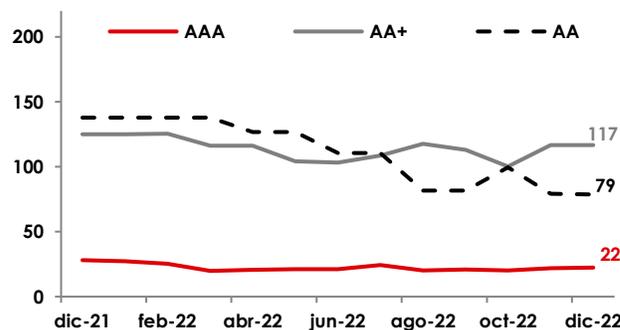
Millones de pesos



Fuente: Banorte con información de BMV, BIVA y PIP

### Evolución Spreads – TIIE 28 Quirografario

Pb



Fuente: Banorte, BMV, PIP, al cierre de diciembre de 2022

## Análisis Cuantitativo

**Nowcasting de la Actividad Económica.** En las perspectivas trimestrales anteriores, se presentaron los resultados de nuestro modelo de *Nowcasting*, el cual permite generar pronósticos del IGAE utilizando cifras financieras de alta frecuencia e información de la transaccionalidad de los usuarios del sector financiero.



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

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**, ya que si bien el IGAE (Indicador Global de la Actividad Económica), es un buen indicador sobre el desempeño mensual del PIB –ya que alcanza a cubrir alrededor del 95% del comportamiento de la actividad económica durante el mes– se publica con un rezago promedio de 56 días respecto al periodo en cuestión. En este contexto, cabe destacar que nuestro indicador aproxima de manera precisa el ritmo de crecimiento de la actividad económica tan sólo 13 días después del fin de mes.



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

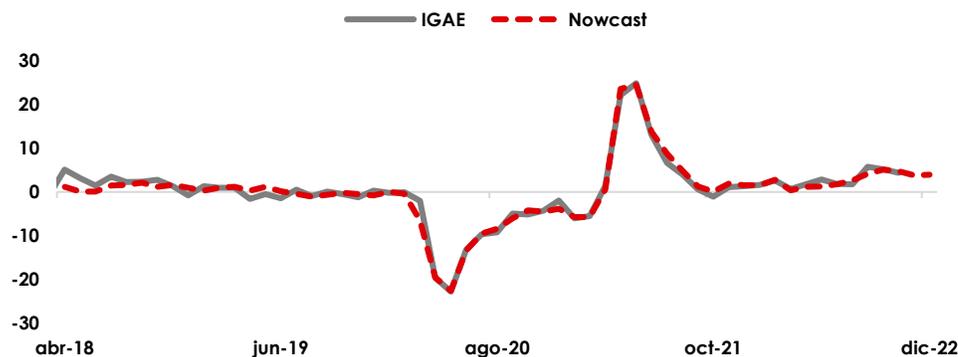
Para poder generar dicho indicador, se utilizaron modelos de regresión con muestreo de datos mixtos que incorporan cifras con frecuencias mensuales, quincenales y diarias. Para preservar parsimonia, se utilizaron también técnicas de análisis de factores para resumir la información de una base de datos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

**Nuestro modelo anticipa un menor dinamismo económico durante el 4T22.** La reciente información económica disponible para la estimación de nuestro modelo alude a una moderación en el ritmo de crecimiento de la economía mexicana durante el cuarto trimestre de 2022. El incremento en la tasa de referencia, aunado a fuertes presiones inflacionarias y una desaceleración de la demanda externa han generado una moderación el ritmo de crecimiento del consumo privado.

En este contexto, nuestro modelo pronostica:

- Un avance de 3.78% anual para la actividad económica de noviembre
- Un incremento de 3.92% anual para la actividad económica de diciembre

**IGAE vs Nowcast Banorte**  
 % anual



Fuente: Banorte

## Análisis Cuantitativo

**Clasificación de tópicos del Fed con NLP y modelos de ML.** Recientemente publicamos una nota de investigación donde se describió una metodología para clasificar e interpretar objetivamente los comunicados del Banco de la Reserva Federal utilizando técnicas de Procesamiento de Lenguaje Natural y de aprendizaje de máquina (referirse a "[La Política Monetaria del FED: Un enfoque de Procesamiento de Lenguaje Natural](#)").

En ésta, se analizó también la relación entre el comportamiento de la tasa *Fed funds* y la clasificación de la semántica obtenida con el modelo para cada uno de los comunicados. El hallazgo más importante es que el modelo puede llegar a explicar 9 de cada 10 movimientos y definir un rango de variación de las tasas de referencia terminal del ciclo económico actual (referirse a la gráfica inferior). Por tasa terminal se entiende como el punto máximo que alcanzará la tasa de referencia antes de iniciar con el relajamiento monetario.

Nuestro modelo estima una tasa terminal entre 4.25% y 5.25%. A pesar de que el anuncio de política monetaria de diciembre del 2022 tiene un sesgo marginalmente más *hawkish* respecto a la comunicación de noviembre, el modelo clasificó la semántica del comunicado con el tópico central congruente con una tasa terminal de entre 4.25% a 5.25% (Tópico 8 en la gráfica inferior).

Adicionalmente, el modelo clasificó los anuncios de política monetaria de junio, julio, septiembre y noviembre con el mismo tópico. Aunado a ello, es importante resaltar que nuestro modelo permitió anticipar desde el inicio del ciclo restrictivo en EE. UU. (16 de marzo 2022) una tasa terminal entre el rango descrito anteriormente.

Mantenemos nuestro pronóstico de 5.25% para la tasa terminal del Fed (rango superior). Consideramos que nuestro pronóstico de una tasa de 5.25% es congruente con el rango de la tasa terminal estimado por nuestro modelo. Hacia delante, éste permitirá identificar cualquier cambio en la tasa terminal del Fed a través de la clasificación de los comunicados de política monetaria.



**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



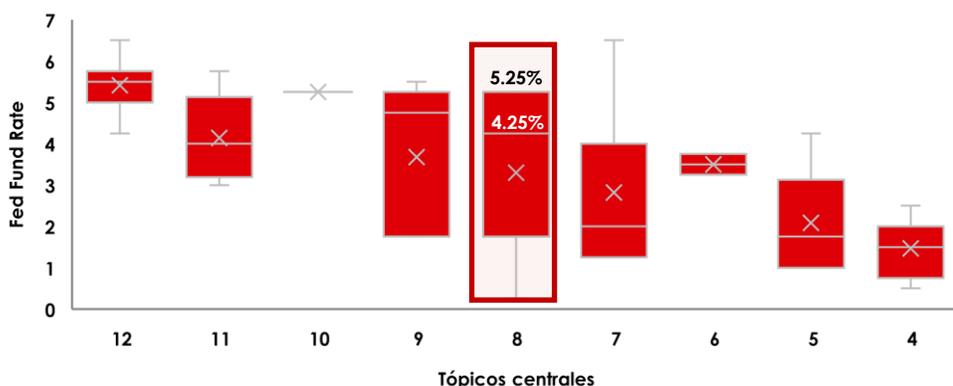
**José Luis García Casales**  
Director Análisis Cuantitativo  
jose.garcia.casales@banorte.com



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

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

Tópicos centrales



Fuente: Banorte; Banco de la Reserva Federal

## Análisis Cuantitativo

**Clasificación de los discursos de los integrantes del FOMC.** Reciente publicamos un ensayo donde se menciona el desarrollo de herramientas analíticas para clasificar e interpretar de manera objetiva los discursos de los miembros votantes y alternos del Comité Federal de Mercado Abierto. La clasificación de los discursos identifica aquellos que semánticamente están más relacionados con un tono de política monetaria restrictiva vs. los que tienen un tono de política expansiva (referirse a "[Perspectiva Trimestral 4T22](#)", página 14).

**Nuestro modelo ayuda a identificar el sesgo de cada uno de los miembros votantes.** Se entrenó un modelo de procesamiento de lenguaje natural con 981 discursos de los miembros del comité (enero 2013 a septiembre 2022) y los clasificó en 25 tópicos centrales. Posteriormente, se analizó la semántica de los 10 términos que mejor describen a cada tópico preponderante y se construyó un índice que toma valores entre -1 y 1, donde los valores positivos corresponden a discursos *hawkish* y los negativos a discursos *dovish*.

**El modelo identifica un sesgo *hawkish* en la mayoría de los miembros votantes.** El índice *hawkish* & *dovish* se construyó a partir de técnicas para el análisis de texto y permite medir la coherencia entre los discursos de los miembros del FOMC y su postura en las decisiones de política monetaria. El índice mostró que los discursos de la mayoría de los integrantes del comité tuvieron un tono restrictivo durante marzo 2022 a septiembre 2022. Aunado a ello, al clasificar los discursos del último trimestre del 2022, el índice confirma que todos los miembros votantes del FOMC han mostrado un tono de comunicación más *restrictivo* y apunta a que dicha postura continuará en los próximos meses (referirse a los gráficos de abajo).

Nuestro modelo de *procesamiento de lenguaje natural* nos ayuda a confirmar que los discursos de los miembros FOMC han sido congruentes con sus decisiones de política monetaria durante las últimas reuniones del comité y apunta a que el actual ciclo de alza de tasas podría continuar en 2023. Lo anterior da soporte a nuestro pronóstico de 5.25% para la tasa terminal del Fed (rango superior).



**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



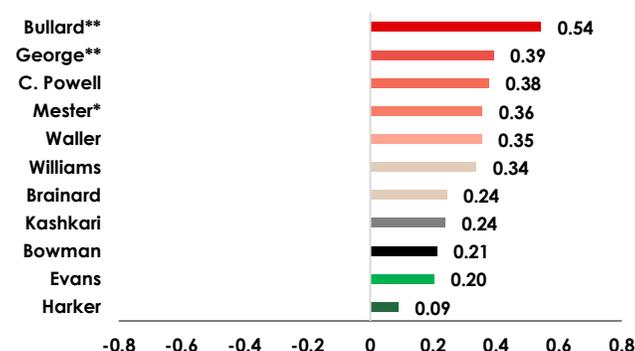
**José Luis García Casales**  
 Director Análisis Cuantitativo  
 jose.garcia.casales@banorte.com



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

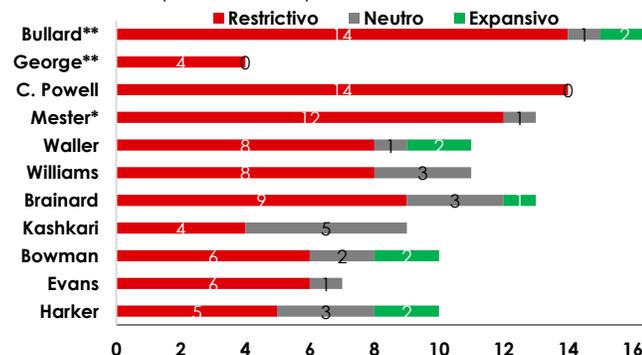
### Índice *Hawkish* & *Dovish*

Postura en discursos (mar'22 - dic'22)



### Clasificación de Discursos

Discursos totales (mar'22 - dic'22)



Nota: Los discursos de C. Powell son en su papel de presidente del Fed

\* Miembros alternos en el FOMC 2023

\*\* Miembros alternos en el FOMC 2024

Fuente: Banorte, El Banco de la Reserva Federal

## Análisis Cuantitativo

### Nowcasting del Consumo Privado en México.

En el 4T22, la economía mexicana presentó señales de ralentización asociadas a factores adversos, como las caídas de la actividad industrial de Estados Unidos (-0.1% y -0.2% m/m en octubre y noviembre, cifras desestacionalizadas), el alza hasta 10.50% en la tasa de interés doméstica o los incrementos aún relevantes en los precios de las materias primas. Estos efectos han conllevado a menores tasas de crecimiento en las exportaciones no petroleras y las remesas, así como a una desaceleración en sectores clave, como el comercio minorista, la construcción y el sector primario.

No obstante, factores coyunturales han favorecido al dinamismo de algunas actividades del sector servicios. Por ejemplo, la ausencia de una nueva ola de contagios de COVID-19 ha coadyuvado a mayores niveles de movilidad respecto al año previo, incrementando la demanda de insumos relacionados al sector transporte como la gasolina, el diésel o la turbosina, mismos que en el periodo octubre-noviembre crecieron a tasas anuales del 5.6%, 42.2% y 10.6%, respectivamente. Además, celebraciones como el Día de Muertos o el Mundial de Fútbol, aunado a estrategias comerciales como El Buen Fin, han sido catalizadores del consumo, especialmente a través del crédito, cuyas transacciones crecieron 12.4% a/a durante el trimestre (cifras originales).

Otras señales positivas se pueden encontrar en el mercado laboral, donde el empleo formal y el salario real tuvieron incrementos en el trimestre de 4.3% y 2.7% a/a, en el mismo orden. La normalización del suministro de semiconductores en la industria automotriz ha reactivado la producción y venta de vehículos ligeros, creciendo trimestralmente 8.2% y 19.7% a/a (cifras originales).

Considerando lo anterior, el *Nowcasting* de Banorte para el Consumo Privado estima que, para los meses de noviembre y diciembre, el indicador obtuvo tasas reales de crecimiento anual de 4.7% y 4.1% (cifras originales). Estas tasas representan un crecimiento menor que en los meses previos. Aun así, implican un crecimiento respecto al trimestre previo de 0.54% (cifras ajustadas por estacionalidad).

Los resultados estimados se obtuvieron a través de modelos SARIMAX con componentes principales como variables independientes. Para algunos modelos, las especificaciones priorizaron el uso de variables relacionadas de manera teórica y empírica al consumo nacional (empleo, precios, tasas de interés, demanda de energéticos, remesas, operaciones y transacciones con tarjetas de crédito y débito, entre otras), mientras que en otro conjunto de modelos se emplearon como regresores variables relacionadas con el consumo importado (importaciones totales y no petroleras, producción industrial y de bienes durables de EE.UU., precios y empleo de EE.UU., número de embarques recibidos con mercancías). El resultado estimado se obtuvo seleccionando el modelo con el menor error absoluto medio respecto al valor verdadero en las evaluaciones de prueba.

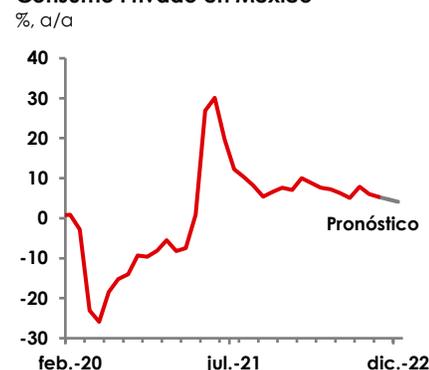


**Alejandro Padilla Santana**  
 Director General Adjunto de  
 Análisis Económico y Financiero  
 alejandro.padilla@banorte.com



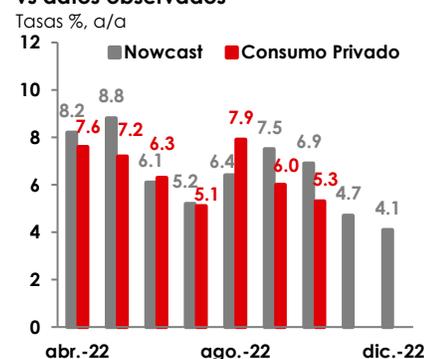
**José De Jesús Ramírez Martínez**  
 Subdirector  
 Análisis Cuantitativo  
 jose.ramirez.martinez@banorte.com

### Consumo Privado en México



Fuente: Banorte, con datos de INEGI

### Comparativo modelo Nowcast Consumo vs datos observados



Fuente: Banorte, con datos de INEGI

## Últimas notas relevantes

### Economía de México

- T-MEC – Resolución sobre reglas de origen en el sector automotriz favorable para México y Canadá, 12 de enero de 2023, [<pdf>](#)
- Inflación diciembre – La inflación general cierra el año en 7.82%, ayudada por la no subyacente, 9 de enero de 2023, [<pdf>](#)
- Minutas Banxico – Fin de las alzas en febrero, pero incertidumbre sobre los próximos pasos 5 de enero de 2023, [<pdf>](#)
- Salario mínimo – Aumento de 20% en 2023, 1 de diciembre de 2022, [<pdf>](#)
- PIB 3T22 – Prevalece el dinamismo a pesar de un deterioro en el entorno externo, 25 de noviembre de 2022, [<pdf>](#)
- Fitch ratifica calificación de México en 'BBB-' manteniendo una perspectiva estable, 18 de noviembre 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>](#)
- Paquete Económico 2023 – Un escenario optimista enfocado en programas sociales, 9 de septiembre 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

- Inflación diciembre – Continúa la tendencia a la baja, apoyada por los precios de los bienes, 12 de enero de 2023, [<pdf>](#)
- Mercado laboral – La fortaleza continuó en diciembre, 6 de enero de 2023, [<pdf>](#)
- Minutas del FOMC – El ciclo alcista continuará a un ritmo más moderado, 4 de enero de 2023, [<pdf>](#)
- PIB 3T22 (Revisado) – Revisión al alza, debido a un consumo más sólido, 30 de noviembre de 2022, [<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

- ECB – Moderación en el ritmo de alzas, pero tono que sorprende del lado hawkish, 15 de diciembre de 2022, [<pdf>](#)
- El Copom mostró un tono menos hawkish de lo esperado, 7 de diciembre de 2022, [<pdf>](#)
- Reuniones del FMI y Banco Mundial – Mayor necesidad de cooperación ante los riesgos de recesión global, 17 de octubre de 2022, [<pdf>](#)
- FMI: Perspectivas de la Economía Mundial – Contempla el elevado costo de vida, 11 de octubre de 2022, [<pdf>](#)
- ECB – Empieza el retiro del estímulo, pero aún falta mucho para empezar a subir tasas, 16 de diciembre de 2021, [<pdf>](#)
- Nueva estrategia del ECB – Más clara y poco más dovish, pero sin fuertes implicaciones inmediatas, 14 de julio de 2021, [<pdf>](#)
- Foro Económico Mundial Davos 2021 – Estrategias para enfrentar el "Gran Reinicio", 2 de febrero de 2021, [<pdf>](#)

## Economía Regional

- La actividad industrial continuó acelerándose impulsada por el buen dinamismo del sector manufacturero, 12 de enero de 2023, [<pdf>](#)
- Turismo – Previo al periodo vacacional el turismo continúa recuperándose, 11 de enero de 2023, [<pdf>](#)
- La inflación mantuvo una trayectoria descendente en la mayoría de las entidades federativas durante diciembre, 9 de enero de 2023, [<pdf>](#)
- Política Monetaria del FED: Nuestro modelo anticipa una tasa terminal de 5.25%, 14 de diciembre de 2022, [<pdf>](#)
- Inversión Extranjera Directa – Ciudad de México principal receptor en 3T22, 25 de noviembre de 2022, [<pdf>](#)
- El comercio minorista se desaceleró en la mayoría de las entidades durante septiembre, 22 de noviembre de 2022, [<pdf>](#)
- Las remesas familiares mantienen una trayectoria ascendente en la mayoría de las entidades federativas, 1 de noviembre de 2022, [<pdf>](#)
- ITAEE – Dieciocho estados del país fortalecen su economía en 2T22, 28 de octubre de 2022, [<pdf>](#)
- La Política Monetaria del FED: Un enfoque de Procesamiento de Lenguaje Natural, 27 de julio de 2022, [<pdf>](#)

## Renta fija, tipo de cambio y commodities

- Perspectiva Semanal de Renta Fija y Tipo de Cambio, 16 de enero de 2023, [<pdf>](#)
- Panorama de los Fondos de Pensiones a noviembre de 2022, 20 de diciembre de 2022, [<pdf>](#)
- PAF 2023: El mercado local continuará siendo la principal fuente de recursos, 15 de diciembre de 2022, [<pdf>](#)
- Calendario de emisiones 1T23: Mayores montos en la mayoría de los instrumentos, 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>](#)
- OPEP+: Mantiene sin cambios su política petrolera con un recorte de 2 Mbbl/d, 5 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 TIIIE-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 TIIIE-IRS de 2 años (26x1), 4 de marzo de 2022, [<pdf>](#)
- Nuevos niveles para proteger ganancias en recomendación de pagar TIIIE-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 TIIIE de Fondeo, Bonos F, 18 de agosto de 2021, [<pdf>](#)

## Mercado accionario

- Flash GAP: Guía 2023 reafirma crecimiento sostenido, alineado con nuestros estimados, 16 de enero de 2023, [<pdf>](#)
- Flash CHDRAUI: Anuncia guía 2023, mejor a lo esperado, 16 de enero de 2023, [<pdf>](#)
- AEROPUERTOS: Asur con el mayor avance de pasajeros en 2022, 6 de enero de 2023, [<pdf>](#)
- Flash VOLAR: Cierra 2022 con tendencia positiva en tráfico y menor costo de combustible secuencial, 5 de enero de 2023, [<pdf>](#)
- Flash CHDRAUI: Concreta adquisición de tiendas Arteli, acelerando el crecimiento, 14 de diciembre de 2022, [<pdf>](#)
- Flash TLEVISA: Televisa buscaría fusionar a Izzi con Megacable, 13 de diciembre de 2022, [<pdf>](#)
- Flash CEMEX: Sin sorpresas en el CEMEX Day, 16 de noviembre de 2022, [<pdf>](#)
- Flash FEMSA: Busca seguir fortaleciendo su ecosistema de soluciones financieras, 7 de noviembre de 2022, [<pdf>](#)
- Resultados 3T22: Destacable dinamismo en ingresos, pero insuficiente ante las presiones en costos, 7 de noviembre de 2022, [<pdf>](#)

## Deuda Corporativa

- *Parámetro*, 16 de enero de 2023, [<pdf>](#)
- *En el Horno*, 16 de enero de 2023, [<pdf>](#)
- *Lo Último en Deuda Corporativa: DICIEMBRE 2022*, 12 de enero de 2023, [<pdf>](#)
- *Sectorial arrendadoras y crédito automotriz 3T22*, 30 de noviembre de 2022, [<pdf>](#)
- *Evolución TFOVIS / FOVISCB: 3T22*, 18 de noviembre de 2022, [<pdf>](#)
- *PEMEX – Crecimiento, pero presiones en rentabilidad*, 28 de octubre de 2022, [<pdf>](#)
- *Sectorial arrendadoras y crédito automotriz 3T21*, 16 de diciembre de 2021, [<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>](#)
- *Evolución CEDEVIS: 4T20*, 9 de marzo 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
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 Bonos M de corto plazo	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
Steeper 5-10 años en TIE-IRS	28pb	43pb	18pb	31pb	G <sup>2</sup>	15-feb.-17	15-mar.-17
Steeper 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	28-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 Dic'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-may.-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.-13	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.
- **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.
- **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.
- **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'. Cuando se refiere al mercado accionario, sobre la proyección de una variable, comúnmente la utilidad neta que se espera que una compañía produzca en los próximos cuatro trimestres.
- **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.
- **NLP:** Acrónimo en inglés de *Natural Language Processing* (Procesamiento de Lenguaje Natural), la subrama de la ciencia computacional que tiene el objetivo de que las computadoras procesen y "entiendan" el lenguaje humano en texto.
- **Nearshoring:** Proceso de relocalización de la producción de un bien o servicio por parte de una empresa hacia países o regiones más cercanas a los centros de consumo final.
- **Nowcasting:** Modelos estadísticos que buscan predecir el estado de la economía ya sea en tiempo real y/o sobre el futuro o pasado muy cercano de un indicador económico determinado.
- **PADD3:** Acrónimo en inglés del *Petroleum Administration for Defense Districts* (PADD), que son agregaciones geográficas en EE.UU. en 5 distritos que permiten el análisis regional de la oferta y movimientos de productos de petróleo en dicho país. El distrito número 3 corresponde al Golfo y abarca los estados de Alabama, Arkansas, Luisiana, Mississippi, Nuevo México y Texas.
- **Proxy:** Variable que aproxima el comportamiento de otra variable o indicador económico.
- **Rally:** En finanzas se refiere al momento en que se observan ganancias en activos.
- **Reshoring:** Proceso de relocalización de la producción de un bien o servicio por parte de una empresa de regreso hacia su país de origen.
- **Swap:** Acuerdo financiero en la cual dos partes se comprometen a intercambiar flujos de efectivo de manera periódica y 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 Thalia Orozco Vélez, Hugo Armando Gómez Solís, Yazmín Selene Pérez Enriquez, Cintia Gisela Nava Roa, Miguel Alejandro Calvo Domínguez, Daniela Olea Suárez, José De Jesús Ramírez Martínez, Gerardo Daniel Valle Trujillo, Luis Leopoldo López Salinas, Isaías Rodríguez Sobrino, Paola Soto Leal y Daniel Sebastián Sosa Aguilar (en lo sucesivo los “Analistas Bursátiles” y/o los “Analistas”) 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. (en lo sucesivo “Grupo Financiero Banorte”) 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
COMPRA	Cuando el rendimiento esperado de la acción sea mayor al rendimiento estimado del IPC.
MANTENER	Cuando el rendimiento esperado de la acción sea similar al rendimiento estimado del IPC.
VENTA	Cuando el rendimiento esperado de la acción sea menor al rendimiento estimado del IPC.

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

## Determinación de precios objetivo

Para el cálculo de los precios objetivo estimado para los valores, los analistas utilizan una combinación de metodologías generalmente aceptadas entre los analistas financieros, incluyendo de manera enunciativa, más no limitativa, el análisis de múltiplos, flujos descontados, suma de las partes o cualquier otro método que pudiese ser aplicable en cada caso específico conforme a la regulación vigente. No se puede dar garantía alguna de que se vayan a lograr los precios objetivo calculados para los valores por los analistas de Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. ya que esto depende de 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 sitio 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



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



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



**Itzel Martínez Rojas**  
Gerente  
itzel.martinez.rojas@banorte.com  
(55) 1670 - 2251



**Lourdes Calvo Fernández**  
Analista (Edición)  
lourdes.calvo@banorte.com  
(55) 1103 - 4000 x 2611



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



**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



**Cinthia Gisela Nava Roa**  
Subdirector Economía Nacional  
cinthia.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



**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



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



**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



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



**Isaías Rodríguez Sobrino**  
Gerente 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



**Paola Soto Leal**  
Analista Sectorial Análisis Bursátil  
paola.soto.leal@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 Luis García Casales**  
Director Análisis Cuantitativo  
jose.garcia.casales@banorte.com  
(55) 8510 - 4608



**Daniela Olea Suárez**  
Subdirector Análisis Cuantitativo  
daniela.olea.suarez@banorte.com  
(55) 1103 - 4000 x 1822



**Miguel Alejandro Calvo Domínguez**  
Subdirector Análisis Cuantitativo  
miguel.calvo@banorte.com  
(55) 1670 - 2220



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



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