

La Semana en Cifras

Alza de 25pb por Banxico, llevando la tasa a 10.75%

- Decisión de política monetaria de Banxico (9 de febrero).** Esperamos un incremento de 25pb de la tasa a 10.75%. La decisión probablemente será unánime, con el comunicado manteniendo un tono *hawkish*. Esto representaría una nueva disminución del ritmo de alzas tras [el incremento de 50pb en diciembre del año pasado](#). En nuestra opinión, los inversionistas enfocarán su atención en: (1) La evaluación sobre la dinámica de la inflación ante las divergencias entre la subyacente y no subyacente, así como sobre el balance de riesgos para los precios; y (2) posibles cambios en la guía hacia delante, después de que se agregó en el último comunicado que “...*todavía será necesario incrementar la tasa de referencia en la próxima reunión...*”. Tras esta decisión mantenemos nuestra expectativa de que el apretamiento continuará, al menos por una reunión más, con otra alza de 25pb en marzo, llevando la tasa a 11.00%, que creemos será el nivel terminal de este ciclo
- Inflación (enero).** Anticipamos un alza de 0.70% m/m. La dinámica del periodo está caracterizada por los usuales incrementos que se dan a principios del año –tanto por ajustes de empresas y comercios, como de impuestos–, con algunos ya materializándose en la [1ª quincena del mes](#). Sin embargo, en esta ocasión habrían estado exacerbados por un entorno inflacionario todavía muy complejo. Así, anticipamos un alza de 0.77% en la subyacente (contribución: +58pb), mientras que la no subyacente avanzaría 0.50% (+13pb). De materializarse nuestro pronóstico, la inflación general anual subiría a 7.93% desde 7.82% al cierre del 2022. El alza estaría influenciada por la subyacente, acelerándose a 8.51% (previo: 8.35%), igualando su máximo de este ciclo observado en noviembre pasado

3 de febrero 2023

www.banorte.com
@ analisis_fundam

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

Francisco José Flores Serrano
Director de Economía Nacional
francisco.flores.serrano@banorte.com

Yazmín Selene Pérez Enríquez
Subdirector de Economía Nacional
yazmin.perez.enriquez@banorte.com

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

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



Documento destinado al público en general

Calendario de eventos económicos

FECHA	HORA	INDICADOR	PERIODO	UNIDAD	BANORTE	CONSENSO	PREVIO
lun. 6-feb.		Mercados cerrados en conmemoración del Día de la Constitución					
mar. 7-feb.	6:00am	Inversión fija bruta	Noviembre	% a/a	<u>5.7</u>	--	6.2
		desestacionalizada		% m/m	<u>-0.5</u>	--	1.4
		Maquinaria y equipo		% a/a	<u>10.7</u>	--	14.1
		Construcción		% a/a	<u>1.6</u>	--	-0.4
mar. 7-feb.	6:00am	Consumo privado	Noviembre	% a/a	<u>3.9</u>	--	5.3
		desestacionalizado		% m/m	<u>-0.8</u>	--	0.2
		Nacional (Bienes y servicios)		% a/a	<u>3.3</u>	--	4.3
		Importado (Bienes)		% a/a	<u>7.4</u>	--	12.0
mié. 8-feb.	9:00am	Reservas internacionales	3-feb.	US\$ miles de millones	--	--	201.0
jue. 9-feb.	6:00am	Inflación general	Enero	% m/m	<u>0.70</u>	0.67	0.38
				% a/a	<u>7.93</u>	7.90	7.82
		Subyacente		% m/m	<u>0.77</u>	0.69	0.65
				% a/a	<u>8.51</u>	8.43	8.35
jue. 9-feb.	1:00pm	Decisión de política monetaria de Banxico	9-feb.	%	<u>10.75</u>	10.75	10.50
vie. 10-feb.		Negociaciones al salario contractual	Enero	%	--	--	8.4
vie. 10-feb.	6:00am	Producción industrial	Diciembre	% a/a	<u>2.2</u>	2.0	3.2
		desestacionalizada		% m/m	<u>0.4</u>	0.4	0.0
		Minería		% a/a	<u>0.7</u>	--	-0.5
		Electricidad, agua y gas		% a/a	<u>1.6</u>	--	5.2
		Construcción		% a/a	<u>0.3</u>	--	1.8
		Manufacturas		% a/a	<u>3.3</u>	3.5	4.6

Fuente: Banorte; Bloomberg

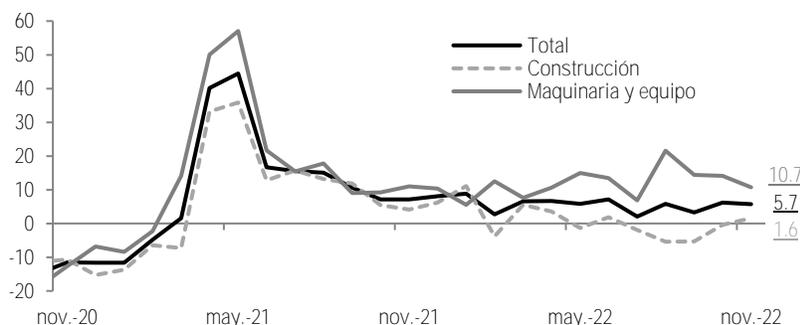
Procediendo en orden cronológico...

MARTES – Inversión fija bruta (noviembre); Banorte: 5.7% a/a; anterior: 6.2%. De manera secuencial, esto implica caída de 0.5% m/m. Esto respondería principalmente a una base de comparación más complicada, con la inversión creciendo 1.4% durante octubre. Además, [la actividad económica general](#) no fue muy favorable en el periodo, lo que podría haber pesado. Sin embargo, algunos puntos positivos permanecieron, como se describe a continuación.

La maquinaria y equipo explicaría la caída de -1.8% m/m (10.7% a/a). Probablemente, la debilidad fue generalizada, aunque con una contracción ligeramente mayor en el componente doméstico de -3.0% (6.8% a/a). Este sector tiene una base más retardada dado que creció 3.3% el mes previo. Otro punto relevante fue [la caída secuencial de 0.5% m/m en la producción manufacturera](#), con un desempeño mixto en algunos sectores clave. En ese sentido, el transporte fue estable (0.0%), con un repunte relevante en maquinaria y equipo (2.2%), pero con equipo eléctrico a la baja (-1.1%). Sobre el rubro importado, anticipamos una contracción de 2.7% (12.7% a/a). Esto coincidiría con una señal más negativa de la balanza comercial, con las importaciones de bienes de capital cayendo en una magnitud similar en -2.8%. Además, la apreciación del peso mexicano en el periodo podría haber tenido un efecto contable negativo. En una nota más positiva, esperamos una expansión de 1.1% m/m en construcción (1.6% a/a) tras subir 2.0% en octubre. Esto estaría mayormente en línea con el desempeño mostrado en el reporte de producción industrial, en +0.7%. Al interior, la mejora estuvo impulsada por la ingeniería civil, así como por los ‘trabajos especializados’, mientras que la edificación fue más modesta. Sin embargo, los ‘servicios relacionados a la minería’ cayeron 2.5%, lo que podría restarle algo de dinamismo al sector no residencial. Consistente con esto, el empleo tanto en el informe del INEGI como en las cifras del IMSS mejoró. Por último, el gasto del Gobierno Federal en inversión física se moderó a +20.7% a/a en términos reales, aunque con una base más retardada (previo: 66.0%).

En general, creemos que las perspectivas para la inversión han mejorado en el margen, incluso tras la contracción anticipada en este informe. Creemos que están surgiendo algunos puntos positivos, principalmente relacionados con los esfuerzos del *nearshoring*, aunque persisten los riesgos derivados de los temores de una desaceleración global y de tasas de interés más altas.

Inversión fija bruta
% a/a



Fuente: INEGI, Banorte

MARTES – Consumo privado (diciembre); Banorte: 3.9% a/a; anterior: 6.0%. La disminución se debería a que las cifras seguirían normalizándose. Esto se traduce en una contracción de 0.8% en términos secuenciales, lo que sería consistente con un escenario más retador para la actividad. Sin embargo, vale mencionar que esto se observaría después de una ganancia acumulada desde junio de 1.4%. Si bien los fundamentales fueron resilientes, los datos oportunos fueron en su mayoría negativos, incluso a pesar de las ventas de *El Buen Fin*.

Sobre los primeros, el empleo registró ganancias adicionales tanto en términos de plazas como de salarios, aunque con una moderación en las remesas, –por debajo de la marca de los US\$5,000 millones por primera vez desde abril. [Los servicios dentro del IGAE se contrajeron 0.9% m/m](#), con seis de las nueve categorías a la baja –destacando el -1.8% en alojamiento y restaurantes. Esto es consistente con las señales del [reporte propio de las ventas al menudeo](#) y otros datos oportunos. Sin embargo, cierto alivio pudo haber venido de la inflación, con la cifra general moderándose a 7.80% a/a, destacando caídas en el componente no subyacente, incluyendo el gas LP y agropecuarios. En ese contexto, esperamos que ambos sectores retrocedan, aunque con los bienes importados liderando la contracción en -3.2% m/m (7.4% a/a). Esto sería consistente con la fuerte contracción de 4.5% en la importación de bienes de consumo no petroleros dentro de la balanza comercial –con el sector sumando cinco meses de bajas. Mientras tanto, el componente doméstico mostraría una contracción más modesta en -0.4% (3.3% a/a), anticipando tanto a los bienes como a los servicios en niveles más bajos.

En el corto plazo, parece ser que el dinamismo ha tenido una mejoría en diciembre, por lo menos al considerar los datos de la ANTAD y de la AMIA, con un impulso adicional por [remesas más altas](#). Hacia delante, esperamos que los fundamentales se mantengan resilientes, apoyando al consumo a lo largo del 2023 a pesar de riesgos relevantes para la actividad.

MIÉRCOLES – Reservas internacionales (27 de enero); anterior: US\$200,889 millones. La semana pasada, las reservas aumentaron en US\$106 millones, principalmente por una mayor valuación de los activos de la institución. Con ello, las reservas registraron un saldo de US\$200,889 millones (ver tabla abajo). En lo que va del año, las reservas han aumentado en US\$1,900 millones.

Reservas internacionales

Millones de dólares

	2022	27-ene.-23	27-ene.-23	Acumulado en el año
	Saldos		Flujos	
Reserva Internacional (B)-(C)	199,094	200,889	106	1,900
(B) Reserva Bruta	201,143	206,002	-96	4,762
Pemex	--	--	0	0
Gobierno Federal	--	--	-163	3,302
Operaciones de mercado	--	--	0	0
Otros	--	--	67	1,460
(C) Pasivos a menos de 6 meses	2,049	5,113	-202	2,862

Fuente: Banco de México

JUEVES – Inflación (enero); Banorte 0.70% m/m; anterior: 0.38%.

Anticipamos un alza de 0.70% m/m. La dinámica del periodo está caracterizada por los usuales incrementos que se dan a principios del año –tanto por ajustes de empresas y comercios, como de impuestos–, con algunos ya materializándose en la [primera quincena del mes](#). Sin embargo, en esta ocasión habrían estado exacerbados por un entorno inflacionario todavía muy complejo. Así, anticipamos un alza de 0.77% en la subyacente (contribución: +58pb), mientras que la no subyacente avanzaría 0.50% (+13pb). De materializarse nuestro pronóstico, la inflación general anual subiría a 7.93% desde 7.82% al cierre del 2022. El alza estaría influenciada por la subyacente, acelerándose a 8.51% (previo: 8.35%), igualando su máximo de este ciclo observado en noviembre pasado. Mientras tanto, la no subyacente sería más estable en 6.24% (previo: 6.27%)

En la dinámica mensual, destaca el alza de 1.0% de los bienes (+40pb) en la subyacente. Las presiones se concentrarían de nuevo en los alimentos procesados (1.3%; +30pb), resintiendo el aumento al IEPS en bebidas azucaradas –afectando principalmente a los refrescos– así como otras presiones en costos. Otras mercancías serían más moderadas en 0.5% (+10pb), ayudadas por algunos descuentos de temporada. En los servicios, la vivienda estaría presionada 0.5% (+7pb), lo cual creemos obedece a ajustes por la inflación en 2022, con algunas rentas posiblemente referenciadas al índice de precios. La educación avanzaría 0.6% (+2pb) debido a colegiaturas en universidades. Finalmente, en ‘otros servicios’ (0.5%; +9pb) las categorías turísticas bajarían –principalmente por las caídas de la primera mitad–, mientras que algunos de los rubros restantes también ajustarían precios, destacando la comida fuera de casa, todavía resintiendo costos elevados.

Dentro de la no subyacente, los energéticos avanzarían 0.3% (+3pb). Como ya conocemos, la electricidad subió 0.9% (+2pb), en línea con el anuncio de la CFE. En el gas LP, la primera quincena fue estable, pero esperamos un alza en la segunda. No obstante, el efecto neto sería negativo por la inercia de la disminución en la 2ª quincena de diciembre, anticipando una caída de 1.4% en el mes (-3pb). También esperamos una fuerte baja en el gas natural (-7.8%; -2pb), con la referencia en EE.UU. alcanzando un mínimo de 21 meses al cierre del periodo. Mientras tanto, las gasolinas estuvieron impactadas por referencias internacionales más altas, aunque compensadas marginalmente por la apreciación del MXN y un mayor estímulo al IEPS –a pesar del aumento anual al monto. Así, esperamos al combustible de bajo octanaje en +1.0% (+5pb). En los agropecuarios (0.4%; +5pb), las frutas y verduras revertirían parcialmente el incremento de la 1ª quincena, aunque manteniéndose al alza para el periodo en 0.6% (+3pb). En la segunda mitad, nuestro monitoreo mostró caídas en los jitomates, papas y cebollas, pero con un alza importante en el plátano. En los pecuarios (0.3%; +2pb) no descartamos presión en el huevo, aunque compensado por menores precios del pollo. Finalmente, y consistente con los cambios al inicio del año, anticipamos las tarifas gubernamentales en +1.2% (+5pb).

JUEVES – Decisión de política monetaria de Banxico (9 de diciembre).

Banorte: 10.75%; anterior: 10.50%. Esperamos un incremento de 25pb de la tasa de referencia a 10.75%, en línea con el consenso. La decisión probablemente será unánime, con el comunicado manteniendo un tono *hawkish*. Esto representaría una nueva disminución del ritmo de alzas tras [el incremento de 50pb en diciembre del año pasado](#). En nuestra opinión, los inversionistas enfocarán su atención en: (1) La evaluación sobre la dinámica de la inflación ante las divergencias entre la subyacente y no subyacente, así como si mantienen o no que el balance de riesgos para los precios está sesgado al alza; y (2) posibles cambios en la guía hacia delante, después de que se agregó en el último comunicado que “...*la Junta de Gobierno considera que todavía será necesario incrementar la tasa de referencia en la próxima reunión...*”.

Además de lo anterior, esta [será la primera decisión del Subgobernador Omar Mejía Castelazo](#) tras su ratificación por la Comisión Permanente el 18 de enero, sustituyendo al Subgobernador Gerardo Esquivel. Sobre sus comentarios públicos, identificamos solamente su opinión de que el desacople con el Fed en el futuro no será el único factor que considerar en la decisión. También mencionó que se enfocará en que el país recupere la estabilidad de precios y que tomará sus decisiones con autonomía para cumplir el mandato del banco central. Respecto a su postura de política monetaria, pensamos que podría ser más *centro-hawkish*. No obstante, probablemente conoceremos más hasta la publicación de las minutas de esta reunión.

Pasando a la inflación, el entorno sigue siendo complejo y lleno de incertidumbre. Tras un mejor desempeño al cierre del año pasado, [la inflación de la 1ª quincena de enero sorprendió al alza](#). Si bien el periodo cuenta con una estacionalidad adversa, resaltó el repunte de los servicios dentro de la subyacente. Esta última se aceleró en el margen, ubicándose en 8.45% a/a. La no subyacente tuvo alzas importantes en insumos básicos como electricidad y la gasolina. En este contexto, la inflación general y subyacente promedio del 4T22 fueron de 8.0% y 8.4%, en el mismo orden, ambas 10pb debajo de los últimos pronósticos de Banxico (ver tabla abajo). Esto último ayudaría a que cualquier ajuste al alza en sus proyecciones sea más modesto. En particular, para el 1T23 creemos que la general se mantendrá sin cambios en 7.5%. Sin embargo, la visión para el resto del periodo, y sobre todo la trayectoria para la subyacente, es más preocupante. Sobre esta, no descartamos ajustes al alza de los pronósticos de entre 40-50pb, lo que también influiría en la misma dirección, aunque en menor magnitud, para la general. Seguimos pensando que la trayectoria de estimados de inflación del banco central es muy optimista.

Pronósticos de inflación
% a/a, promedio trimestral

	3T22	4T22	1T23	2T23	3T23	4T23	1T24	2T24	3T24	4T24
General	8.5*	8.1	7.5	5.9	4.8	4.2	3.8	3.4	3.1	3.0
Subyacente	8.0*	8.5	7.8	6.7	5.5	4.3	3.7	3.2	3.0	3.0

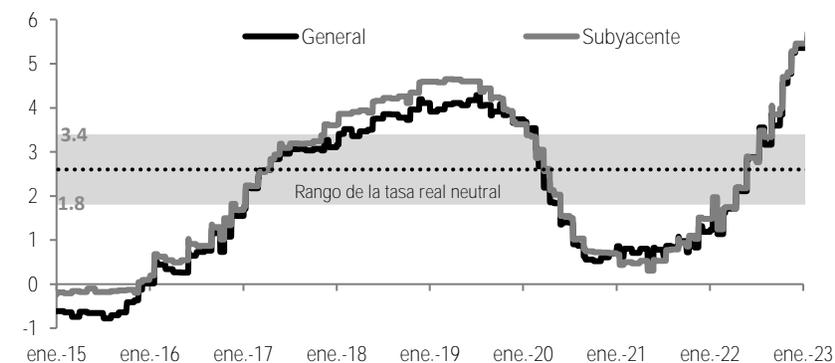
Fuente: Banco de México. * Datos observados. En el 4T22, los promedios fueron de 8.0% y 8.4% para la general y subyacente, respectivamente.

Del lado más favorable, la última encuesta de la institución mostró que la mediana de estimados para la inflación de los próximos doce meses fue menor, con la general en 4.88% desde 4.99% y la subyacente en 4.78% desde 4.95%.

En nuestra opinión, esto es muy importante para el debate sobre el nivel adecuado de la tasa terminal del ciclo y la tasa de interés real ex ante. Con el nivel actual de 10.50% y con base en dichos pronósticos, la tasa real ex ante se ubica en 5.4%, en terreno restrictivo con base en el rango de neutralidad estimado por Banxico entre 1.8% a 3.4%. Si tomamos en cuenta la inflación subyacente esperada a 12 meses de 4.78%, la tasa real sería de 5.5%. No obstante, diferimos sobre todo en esta última, con nuestro pronóstico de inflación subyacente a 12 meses en 5.3%. Esto significaría una tasa real ex ante prácticamente de 5.00%, casi 50pb más baja que el estimado actual.

Este ejercicio permite ver con claridad la importancia de los estimados de inflación para la medición del grado de restricción de la política monetaria. A su vez, destacamos que, entre los miembros actuales de la Junta de Gobierno, el Subgobernador Heath ha dicho que: (1) Estima, de manera intuitiva, que la tasa terminal del ciclo podría estar entre 10.75% a 11.50%; (2) que no ve recortes de la tasa pronto, con una disminución no ocurriendo “al menos por seis meses”; (3) un nivel adecuado para la tasa real ex ante sería alrededor de 6.00%; y (4) que la inflación no ha dado señales claras de haber tocado un pico, aunque sí podría ser el caso. A pesar de que lo identificamos entre el ala *hawkish* de la Junta de Gobierno, la guía nos parece adecuada y consistente con nuestra visión sobre la inflación. Además, los detalles sobre los niveles que podría alcanzar la tasa nominal y real, así como el tiempo que permanecería en terreno restrictivo, también son relevantes. Especialmente ante la incertidumbre y apuestas del mercado acerca de un eventual inicio del ciclo de recortes al principio del 2S23, lo que vemos como prematuro (Banorte: -50pb cada uno en noviembre y diciembre).

Tasa real ex-ante: General y subyacente
%



Fuente: Banorte con datos de Banxico

Por último, el Fed subió su tasa de referencia en 25pb, al rango de 4.50% - 4.75%. Si bien los miembros de la Junta han reiterado que este es solo un factor en su función de reacción, creemos que sí aumenta la probabilidad de un ajuste de la misma magnitud la próxima semana. Sobre todo, ya que: (1) El diferencial con la *Fed funds* se mantiene en un máximo de 600pb y no vemos una necesidad inmediata de aumentarlo; (2) el MXN permanece muy resiliente (acumulando una ganancia de 2.8% en lo que va del año) y los mercados financieros han iniciado 2023 con un mejor desempeño y un comportamiento ordenado; y (3) la inflación general probablemente seguirá bajando de manera gradual a pesar de la compleja coyuntura que prevalece para la subyacente.

Así, tras esta decisión mantenemos nuestra expectativa de que el apretamiento monetario continuará, al menos por una reunión más. En específico, anticipamos otro incremento de 25pb en marzo, llevando la tasa a 11.00%, que creemos será el nivel terminal de este ciclo. Pensamos que las bajas podrían comenzar en el 4T23, con dos recortes de 50pb cada uno en noviembre y diciembre que llevarían a la tasa de referencia a 10.00% al cierre del año.

VIERNES – Producción industrial (diciembre); Banorte: 2.2% a/a; anterior: 3.2%. La moderación se debería a una normalización en las tasas de crecimiento. Este avance sería menor al implícito en el [PIB del 4T22](#), con nuestros cálculos dando un número cercano a 2.7%. Considerando un efecto calendario negativo –con dos días laborales menos relativo a diciembre del 2021–, el crecimiento con cifras ajustadas por estacionalidad sería de 2.4% a/a. Esto sería considerablemente más alto que el [IOAE del INEGI](#) en 1.2%. De manera más importante, esperamos que se traduzca en +0.4% m/m, de vuelta al crecimiento tras estancarse el mes previo. Por sectores, vemos incrementos en todas las categorías, como se describe a continuación.

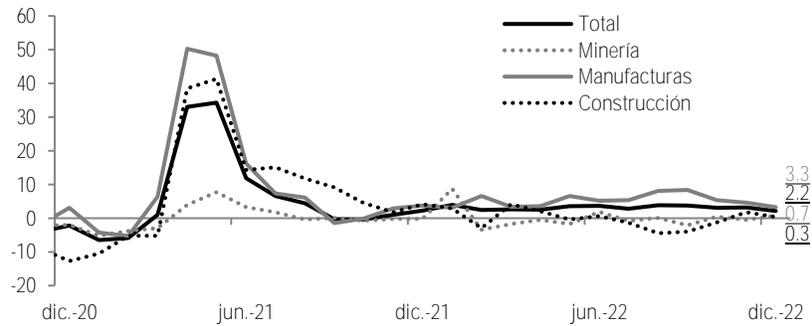
Las manufacturas liderarían las ganancias en 0.9% m/m (3.3% a/a). Los datos oportunos son un tanto mixtos, con nuestra apuesta más influenciada por una base más favorable, dado que la actividad se contrajo 0.5% en noviembre. En términos generales, el indicador manufacturero del IMEF aumentó 0.5pts a 51.5pts, destacando alzas importantes en ‘producción’ y ‘nuevos pedidos’. No obstante, las exportaciones cayeron por tercer mes consecutivo en -2.7% m/m. Aunque el sesgo a la baja persiste por las caídas en precios y los costos de transporte, mantenemos cierta preocupación dado que la producción industrial en EE.UU. también ha mostrado una desaceleración en el último par de meses. En una nota más positiva, la producción de autos de acuerdo con la AMIA aumentó 4.4% m/m –utilizando nuestro modelo de ajuste interno. Finalmente, y también con cifras ajustadas, el empleo fue mixto, con un avance de acuerdo con el IMSS, pero menor con base en [los datos del INEGI](#).

También anticipamos +0.9% en la minería (0.7% a/a). La mayor parte del impulso vendría de los ‘servicios relacionados al sector’, anticipando un rebote tras la caída de 2.5% el mes anterior. Mientras tanto, esperamos más estabilidad en el rubro petróleo, con la CNH reportando una ligera mejoría en la producción de crudo (en 1,617kbpd desde 1,607kbpd), pero con una caída marginal en la extracción de gas. Mientras tanto, los precios de metales y otros minerales tuvieron un alza en el mes ante el optimismo por la reapertura en China, lo cual ya impulsó a las exportaciones del sector (arriba 8.3% m/m) y podría haber influenciado a la actividad.

Finalmente, la construcción avanzaría 0.6% (0.3% a/a), sumando cuatro meses de alza. Creemos que el sector se seguiría beneficiando de menores precios –con el INPP acumulando una contracción de 2.9% desde agosto–, así como un impulso adicional por los esfuerzos de *nearshoring*. A pesar de esto, los indicadores de sentimiento como la confianza empresarial y el indicador agregado de tendencia disminuyeron nuevamente. No obstante, y en nuestra opinión más importante, el empleo de acuerdo tanto con el IMSS como el INEGI mejoró con fuerza.

Si estos resultados de materializan, la industria habría cerrado el 2022 en una nota positiva a pesar de un entorno retador –especialmente en el exterior. Considerando esto, cierto dinamismo podría extenderse al 1T23, esperando que la inversión –y por lo tanto la construcción–mantengan una tendencia positiva, aunque notando mayores riesgos para las manufacturas conforme la actividad en EE.UU. sigue dando algunas señales de debilidad, particularmente para la industria.

Producción industrial
% a/a



Fuente: INEGI, Banorte

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.
- **Dovish:** El sesgo de un banquero central hacia el relajamiento de la política monetaria, comúnmente expresando una preferencia por reducir las tasas de interés y/o incrementar la liquidez en el sistema financiero.
- **Dummy:** En el análisis de regresión, variable que puede tomar un valor de cero o uno y que se utiliza para representar factores que son de una naturaleza binaria, e.g. que son observados o no.
- **EBITDA:** Acrónimo en inglés de *Earnings Before Interest and Taxes, Depreciation and Amortization*. En contabilidad, ganancias de operación antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización.
- **ECB:** Acrónimo en inglés del *European Central Bank* (Banco Central Europeo), la autoridad monetaria de la Eurozona.

- **EIA:** Acrónimo en inglés del *Energy Information Administration* (Administración de Información Energética), dependencia de EE.UU. encargada de recolectar, analizar y diseminar información independiente e imparcial sobre los mercados energéticos.
- **Fed funds:** Tasa de interés de fondos federales, que es aquella bajo la cual las instituciones depositarias privadas en EE.UU. prestan dinero depositado en el banco de la Reserva Federal a otras instituciones depositarias, típicamente por un plazo de un día. Esta tasa es el principal instrumento de política monetaria del Fed.
- **FF:** Acrónimo en inglés de *Future Flow*. Son instrumentos financieros donde los pagos provienen únicamente de los flujos o aportaciones de alguna fuente de ingresos de operación –como lo pueden ser peajes de autopistas, partidas federales, impuestos u otros–, por lo que el riesgo está en función del desempeño de dichos flujos. Los activos que generan estos ingresos futuros no forman parte del respaldo para el pago de las emisiones.
- **FOMC:** Acrónimo en inglés del *Federal Open Market Committee*, que es el Comité de Mercado Abierto del Banco de la Reserva Federal. Es el comité que toma la decisión de política monetaria en Estados Unidos.
- **Friendshoring:** Proceso de relocalización de la producción de un bien o servicio por parte de una empresa hacia países que se consideran más afines en términos culturales, políticos y/o económicos al país de origen.
- **FV:** Acrónimo en inglés que significa *Firm Value*. El valor de la compañía se calcula mediante el producto del total de las acciones en circulación por el precio de la acción más la deuda con costo menos el efectivo disponible.
- **Fwd:** Abreviación de ‘forward’. En el mercado accionario se refiere a la proyección de una variable, comúnmente la utilidad neta, que se espera que una compañía produzca en los próximos cuatro trimestres.
- **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.
- **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, Daniela Olea Suárez, José De Jesús Ramírez Martínez, Gerardo Daniel Valle Trujillo, Luis Leopoldo López Salinas, Isaiás Rodríguez Sobrino, Paola Soto Leal, Daniel Sebastián Sosa Aguilar y Andrea Muñoz Sánchez certificamos que los puntos de vista que se expresan en este documento son reflejo fiel de nuestra opinión personal sobre la(s) compañía(s) o empresa(s) objeto de este reporte, de sus afiliadas y/o de los valores que ha emitido. Asimismo, declaramos que no hemos recibido, no recibimos, ni recibiremos compensación distinta a la de Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. por la prestación de nuestros servicios.

Declaraciones relevantes.

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

Remuneración de los Analistas.

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

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

Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V., a través de sus áreas de negocio, brindan servicios que incluyen, entre otros, los correspondientes a banca de inversión y banca corporativa, a un gran número de empresas en México y en el extranjero. Es posible que hayan prestado, estén prestando o en el futuro brinden algún servicio como los mencionados a las compañías o empresas objeto de este reporte. Casa de Bolsa Banorte o sus filiales reciben una remuneración por parte de dichas corporaciones en contraprestación de los servicios antes mencionados.

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

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

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

Tenencia de valores y otras revelaciones.

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

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

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

Guía para las recomendaciones de inversión.

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

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

Determinación de precios objetivo

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

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

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

Dirección General Adjunta de Análisis Económico y Financiero			
Alejandro Padilla Santana	Director General Adjunto de Análisis Económico y Financiero	alejandro.padilla@banorte.com	(55) 1103 - 4043
Raquel Vázquez Godínez	Asistente DGA AEyF	raquel.vazquez@banorte.com	(55) 1670 - 2967
Itzel Martínez Rojas	Gerente	itzel.martinez.rojas@banorte.com	(55) 1670 - 2251
Lourdes Calvo Fernández	Analista (Edición)	lourdes.calvo@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2611
María Fernanda Vargas Santoyo	Analista	maria.vargas.santoyo@banorte.com	(55) 1103 - 4000
Análisis Económico			
Juan Carlos Alderete Macal, CFA	Director Ejecutivo de Análisis Económico y Estrategia Financiera de Mercados	juan.alderete.macal@banorte.com	(55) 1103 - 4046
Francisco José Flores Serrano	Director Economía Nacional	francisco.flores.serrano@banorte.com	(55) 1670 - 2957
Katia Celina Goya Ostos	Director Economía Internacional	katia.goya@banorte.com	(55) 1670 - 1821
Yazmín Selene Pérez Enríquez	Subdirector Economía Nacional	yazmin.perez.enriquez@banorte.com	(55) 5268 - 1694
Cintia Gisela Nava Roa	Subdirector Economía Nacional	cintia.nava.roa@banorte.com	(55) 1103 - 4000
Luis Leopoldo López Salinas	Gerente Economía Internacional	luis.lopez.salinas@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2707
Estrategia de Mercados			
Manuel Jiménez Zaldivar	Director Estrategia de Mercados	manuel.jimenez@banorte.com	(55) 5268 - 1671
Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio			
Leslie Thalia Orozco Vélez	Subdirector Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	leslie.orozco.velez@banorte.com	(55) 5268 - 1698
Isaias Rodríguez Sobrino	Gerente Renta Fija, Tipo de Cambio y Commodities	isaias.rodriguez.sobrino@banorte.com	(55) 1670 - 2144
Análisis Bursátil			
Marissa Garza Ostos	Director Análisis Bursátil	marissa.garza@banorte.com	(55) 1670 - 1719
José Itzamna Espitia Hernández	Subdirector Análisis Bursátil	jose.espitia@banorte.com	(55) 1670 - 2249
Carlos Hernández García	Subdirector Análisis Bursátil	carlos.hernandez.garcia@banorte.com	(55) 1670 - 2250
Víctor Hugo Cortes Castro	Subdirector Análisis Técnico	victorh.cortes@banorte.com	(55) 1670 - 1800
Paola Soto Leal	Gerente Análisis Bursátil	paola.soto.leal@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 1746
Análisis Deuda Corporativa			
Hugo Armando Gómez Solís	Subdirector Deuda Corporativa	hugoa.gomez@banorte.com	(55) 1670 - 2247
Gerardo Daniel Valle Trujillo	Gerente Deuda Corporativa	gerardo.valle.trujillo@banorte.com	(55) 1670 - 2248
Análisis Cuantitativo			
Alejandro Cervantes Llamas	Director Ejecutivo de Análisis Cuantitativo	alejandro.cervantes@banorte.com	(55) 1670 - 2972
José Luis García Casales	Director Análisis Cuantitativo	jose.garcia.casales@banorte.com	(55) 8510 - 4608
Daniela Olea Suárez	Subdirector Análisis Cuantitativo	daniela.olea.suarez@banorte.com	(55) 1103 - 4000
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
Andrea Muñoz Sánchez	Analista Análisis Cuantitativo	andrea.munoz.sanchez@banorte.com	(55) 1103 - 4000
Banca Mayorista			
Armando Rodal Espinosa	Director General Banca Mayorista	armando.rodal@banorte.com	(55) 1670 - 1889
Alejandro Aguilar Ceballos	Director General Adjunto de Administración de Activos	alejandro.aguilar.ceballos@banorte.com	(55) 5004 - 1282
Alejandro Eric Faesi Puente	Director General Adjunto de Mercados y Ventas Institucionales	alejandro.faesi@banorte.com	(55) 5268 - 1640
Alejandro Frigolet Vázquez Vela	Director General Adjunto Sólida	alejandro.frigolet.vazquezvela@banorte.com	(55) 5268 - 1656
Arturo Monroy Ballesteros	Director General Adjunto Banca Inversión	arturo.monroy.ballesteros@banorte.com	(55) 5004 - 5140
Carlos Alberto Arciniega Navarro	Director General Adjunto Tesorería	carlos.arciniega@banorte.com	(81) 1103 - 4091
Gerardo Zamora Nanez	Director General Adjunto Banca Transaccional y Arrendadora y Factor	gerardo.zamora@banorte.com	(81) 8173 - 9127
Jorge de la Vega Grajales	Director General Adjunto Gobierno Federal	jorge.delavega@banorte.com	(55) 5004 - 5121
Luis Pietrini Sheridan	Director General Adjunto Banca Patrimonial y Privada	luis.pietrini@banorte.com	(55) 5249 - 6423
Lizza Velarde Torres	Director Ejecutivo Gestión Banca Mayorista	lizza.velarde@banorte.com	(55) 4433 - 4676
Oswaldo Brondo Menchaca	Director General Adjunto Bancas Especializadas	oswaldo.brondo@banorte.com	(55) 5004 - 1423
Raúl Alejandro Arauzo Romero	Director General Adjunto Banca Transaccional	alejandro.arauzo@banorte.com	(55) 5261 - 4910
René Gerardo Pimentel Ibarrola	Director General Adjunto Banca Corporativa e Instituciones Financieras	pimentelr@banorte.com	(55) 5004 - 1051
Ricardo Velázquez Rodríguez	Director General Adjunto Banca Internacional	rvelazquez@banorte.com	(55) 5004 - 5279
Víctor Antonio Roldan Ferrer	Director General Adjunto Banca Empresarial	victor.rolan.ferrer@banorte.com	(55) 1670 - 1899