

La Semana en EE.UU.

Miradas en las minutas del FOMC ante especulación sobre el nivel de la tasa terminal

Semana en Cifras. Esta semana se publicarán cifras del gasto personal en enero. Los datos serán clave en un contexto donde el agresivo ciclo de alza en tasas por parte del Fed parece no haber tenido un fuerte impacto sobre la actividad económica, al menos hasta ahora. Estimamos un avance del consumo personal real de 0.5% m/m.

Lo Destacado sobre Política Monetaria. En los últimos días ha continuado la abultada agenda de intervenciones por parte de miembros del Fed, mismos que han seguido mostrando un tono *hawkish*. Ahora la atención está en las minutas de [la última reunión del FOMC](#). Consideramos que el documento pierde algo de relevancia ya que la reunión tuvo lugar previo a la publicación de los últimos reportes de [empleo](#) y de [inflación](#) de enero. Las cifras mostraron un mercado laboral mucho más fuerte de lo anticipado, y una baja en la inflación anual más moderada de lo previsto, lo que ha sido el principal catalizador de un tono más duro por parte del banco central. Por lo tanto, será muy interesante cualquier referencia y/o debate sobre cuál podría ser el nivel terminal de la tasa *Fed funds* en este ciclo, sobre todo ya que los riesgos de un nivel más alto han aumentado.

Agenda Política. El presidente Biden nombró a la vicepresidenta de la Reserva Federal, Lael Brainard, como su principal asesora económica. Ella reemplazará a Brian Deese en el *Consejo Económico Nacional*. Lo que más ruido ha generado de esta noticia es que su llegada a la Casa Blanca deja una vacante clave dentro del Fed (vicepresidencia), sobre todo al ser considerada como el miembro más *dovish* dentro banco central. Cabe mencionar que los miembros del Consejo suelen votar en tándem con el presidente del banco central. Independientemente de quién sea el nominado para este cargo, esperamos que la postura de Powell siga siendo definitiva para los votos respecto al rumbo de las tasas de interés.

Política Exterior y Comercial. En 8 días, EE.UU. ha derribado 4 objetos no identificados, lo que significa un récord en tiempos de paz. Esto se debe a la elevada alerta tras derribar un globo espía de China. A pesar de las intenciones de ambos países de dejar atrás la crisis por la que atraviesan sus relaciones, creemos que los avances han sido insuficientes. En el frente comercial, estas tensiones abren aún más la puerta para al *nearshoring*, *friendshoring* y *reshoring*.

¿Qué llamó nuestra atención esta semana? Tras los comentarios *hawkish* de miembros del Fed y las recientes cifras de inflación y actividad económica, hay mucha especulación sobre la tasa terminal del Fed. En este contexto, nos llamó la atención un artículo de Bill Dudley en *Bloomberg Opinion*. El autor se cuestiona ¿cómo librará la Reserva Federal su batalla contra la inflación, si manteniendo las tasas de interés elevadas por más tiempo o aumentándolas aún más? Concluye que más tiempo sería mejor, pero si los mercados financieros no cooperan, es posible que el Fed también tenga que subir más las tasas.

17 de febrero 2023

www.banorte.com
@ analisis_fundamKatia Celina Goya Ostos
Director Economía Internacional
katia.goya@banorte.comLuis Leopoldo López Salinas
Gerente Economía Internacional
luis.lopez.salinas@banorte.com

Documento destinado al público en general

Semana en Cifras

Calendario Semanal: Estados Unidos
Semana del 20 al 24 de febrero

Día	Hora	Indicador	Periodo	Unidad	Banorte	Consenso	Previo
Martes 21	08:45	PMI manufacturero	feb (P)	índice	47.3	47.2	46.9
Martes 21	08:45	PMI servicios	feb (P)	índice	48.0	47.4	46.8
Martes 21	08:45	PMI compuesto	feb (P)	índice	--	47.5	46.8
Miércoles 22	13:00	Minutas del Fed	1 feb.				
Jueves 23	07:30	Producto interno bruto	4T22 (R)*	%	--	2.9	2.9
Jueves 23	07:30	Consumo personal	4T22 (R)*	%	--	2.0	2.1
Jueves 23	07:30	Solicitudes de seguro por desempleo	18 feb.	miles	200	200	194
Viernes 24	07:30	Ingreso personal	ene	%m/m	--	1.0	0.2
Viernes 24	07:30	Gasto de consumo	ene	%m/m	--	1.3	-0.2
Viernes 24	07:30	Gasto de consumo personal (real)	ene	%m/m	0.5	1.0	-0.3
Viernes 24	07:30	Deflactor del PCE	ene	%m/m	--	0.5	0.1
Viernes 24	07:30	Deflactor subyacente del PCE	ene	%m/m	--	0.4	0.3
Viernes 24	07:30	Deflactor del PCE	ene	%a/a	--	5.0	5.0
Viernes 24	07:30	Deflactor subyacente del PCE	ene	%a/a	--	4.3	4.4
Viernes 24	09:00	Confianza de la U. de Michigan	feb (F)	índice	66.4	66.4	66.4
Viernes 24	09:00	Expectativa de inflación a 1 año	feb (F)	índice	4.2	--	4.2
Viernes 24	09:00	Expectativa de inflación a 1 año	feb (F)	miles	2.9	--	2.9

* Nota: El dato del PIB corresponde a la cifra revisada de la informada preliminarmente
Fuente: Banorte con datos de Bloomberg

Esta semana se publicarán cifras del gasto personal en enero. Los datos serán clave en un contexto donde el ciclo restrictivo de política monetaria parece no haber tenido un fuerte impacto sobre la actividad económica, al menos hasta ahora. Estimamos un avance del consumo personal real de 0.5% m/m. Las cifras de consumo de enero, como [las ventas al menudeo](#), resultaron mejor a lo esperado, reflejando la resiliencia del gasto de las familias a pesar de la elevada inflación y altas tasas de interés que buscan desacelerar la economía. Destaca que el consumo de bienes parecía estar desacelerándose. Sin embargo, en el primer mes del año se observó un importante repunte a pesar de mayores costos de financiamiento. Por su parte, los servicios mantienen su solidez. El fuerte mercado laboral y la confianza de los consumidores en niveles relativamente elevados siguen otorgando un impulso. Si bien vemos una moderación en los próximos meses, la balanza se inclina por un consumo más fuerte en 1T23 del que habíamos estimado previamente.

Lo Destacado Sobre Política Monetaria

En los últimos días ha continuado la abultada agenda de intervenciones por parte de miembros del Fed, mismos que han seguido mostrando un tono *hawkish*. Ahora la atención está en las minutas de [la última reunión del FOMC](#). Consideramos que el documento pierde algo de relevancia ya que la reunión tuvo lugar previo a la publicación de los últimos reportes de [empleo](#) y de [inflación](#) de enero. Las cifras mostraron un mercado laboral mucho más fuerte de lo anticipado, y una baja en la inflación anual más moderada de lo previsto, lo que ha sido el principal catalizador de un tono más duro por parte del banco central.

Explicaron que seguirán monitoreando las implicaciones de la información que se vaya publicando sobre las perspectivas económicas, incluyendo aquella proveniente del mercado laboral, presiones inflacionarias, expectativas de inflación y los desarrollos financieros e internacionales. En este contexto, los recientes reportes parecen enviar dos mensajes principalmente: (1) El ciclo restrictivo no ha tenido aún un fuerte impacto sobre la demanda agregada; y (2) permanecen las presiones en precios y la tendencia a la baja en la inflación podría ser más gradual de lo que se venía observando.

Esto llevó a nuevos comentarios esta semana por parte de miembros del Fed, mismos que han mantenido un tono *hawkish*. No creemos que el ritmo de alza en tasas sea el foco de atención, ya que parece que lo más probable es que sigan siendo a un ritmo de +25pb por junta. Más bien, el dilema radica en el nivel más adecuado para la tasa terminal. Hasta ahora mantenemos nuestra expectativa de que será en un rango entre 5.00%-5.25%, pero estaremos especialmente atentos a los próximos reportes de empleo e inflación de febrero a publicarse el 10 y el 14 de marzo, respectivamente. En este momento, creemos que los riesgos están claramente inclinados hacia un nivel mayor a nuestro estimado. Por lo tanto, será muy interesante cualquier referencia y/o debate sobre al respecto. De las intervenciones de los miembros del Fed esta semana destacamos:

- **Michelle Bowman** (Consejo del Fed, con voto), comentó –antes de conocerse la inflación de enero– que serán necesarias más aumentos en tasas para lograr la estabilidad de precios. Esto llevará a un menor crecimiento económico y fortaleza del empleo. Destacó que la inflación subyacente de servicios sigue alta y que la solidez del mercado laboral puede presionar los salarios.
- **Lori Logan** (Dallas, con voto), dijo que ve continuas alzas graduales en las tasas hasta que haya evidencia convincente de que la inflación va de regreso hacia el objetivo. Dijo que el mayor riesgo es que el Fed restrinja muy poco la política monetaria. Destacó que deben estar preparados para subir tasas aun después de una pausa. Asimismo, comentó que es probable que se necesiten más ajustes de los que habían anticipado previamente.
- **Patrick Harker** (Filadelfia, con voto), mostró un tono ligeramente menos *hawkish* ya que espera que en algún momento del año, la política monetaria sea lo suficientemente restrictiva para poder mantener las tasas sin cambios. Comentó que aún no han terminado con las alzas, pero ya están cerca y no ve un escenario de recesión.
- **Thomas Barkin** (Richmond, sin voto), respaldó a los que consideran que es posible que el banco central tenga que subir las tasas a un nivel más alto del que se tenía contemplado previamente si la inflación persiste en niveles muy por encima del objetivo. Dijo que se mantiene el caso para dejar las tasas altas por más tiempo. Destacó que los próximos movimientos serán dependientes de las cifras económicas y que los riesgos están del lado de la inflación y no de la economía.

- **Loretta Mester** (Cleveland, sin voto) dijo que veía un caso convincente para lanzar otro aumento de 50pb en la tasa de interés a principios de este mes. También dijo que deben seguir avanzando hacia un nivel restrictivo para frenar las presiones de precios, una opinión que comparte su contraparte en St. Louis. James Bullard.
- **James Bullard** (St. Louis, sin voto), dijo que los aumentos continuos, así como un bajo nivel de expectativas de inflación, pueden combinarse para hacer de 2023 un año des-inflacionario. Mencionó que es en parte debido a la política anticipada del Fed en 2022, las medidas basadas en el mercado de las expectativas de inflación ahora son bajas. Agregó diciendo que espera que el crecimiento económico se modere este año y que el nivel de desempleo vuelva a un nivel más normal a largo plazo.

Calendario de intervenciones de miembros del Fed
Semana del 20 al 24 de febrero

Fecha	Hora	Funcionario	Región	Voto FOMC 2022	Tema y Lugar
Jueves 23	09:50	Raphael Bostic	Fed de Atlanta	no	habla del roll del Fed en el sistema bancario
Jueves 23	13:00	Mary Daly	Fed de San Francisco	no	habla sobre liderazgo y economía

Fuente: Banorte con datos de Bloomberg

Agenda Política

El presidente Biden nombró a la vicepresidenta de la Reserva Federal, Lael Brainard, como su principal asesora económica. Ella reemplazará a Brian Deese en el *Consejo Económico Nacional* (NEC, por sus siglas en inglés). La selección de Brainard la ubica, junto a otra exfuncionaria de alto perfil del Fed, la secretaria del Tesoro Janet Yellen, como personajes cruciales en la política económica en medio de la lucha contra la elevada inflación.

Lo que más ruido ha generado es que la llegada de Brainard a la Casa Blanca deja una vacante clave dentro del banco central en medio del ciclo de alza en tasas. Cabe señalar que la actual vicepresidenta del Fed es considerada como el miembro más *dovish* de la Reserva Federal, por lo que su reemplazo genera incertidumbre sobre si se logrará cubrir su perfil *dovish* o si se nominará a alguien con un sesgo menos acomodaticio. Si bien apoyó los fuertes aumentos de tasas el año pasado para frenar la elevada inflación, más recientemente advirtió sobre los riesgos de un ajuste excesivo en medio de señales de que la economía se está desacelerando y las presiones de los precios están comenzando a disminuir. Encontrar a su reemplazo podría afectar el equilibrio de fuerzas dentro del FOMC. Sin embargo, cabe mencionar que los miembros del Consejo, en específico el vicepresidente del Fed, suelen votar en tándem con el presidente de la autoridad monetaria. No creemos que esta ocasión vaya a ser la excepción, por lo que esperamos que la postura de Powell siga siendo definitoria para los votos del Consejo.

La especulación sobre quién podría reemplazarla no se ha hecho esperar. Una nota de *Bloomberg* –basada en un análisis de Larry Meyer, ex miembro de la Reserva Federal– argumenta que una candidata potencial podría ser la profesora de la Universidad de Harvard, Karen Dynan (ver imagen abajo derecha).

Ella fue la principal economista del Departamento del Tesoro de Obama y, antes de eso, pasó 17 años en el Fed. Otros nombres que circulan incluyen a Janice Eberly, profesora de finanzas de *Northwestern University* que también se desempeñó como economista en jefe en el Departamento del Tesoro durante la administración de Obama; y Brian Sack, exjefe del grupo de mercados del Fed de Nueva York y quién recientemente dejó su trabajo en *DE Shaw & Co.*

Por último, el *Wall Street Journal* informó que Biden está considerando nominar a Austan Goolsbee, presidente del Banco de la Reserva Federal de Chicago desde el mes pasado. Goolsbee, de 53 años, se desempeñó anteriormente como profesor de economía en la Escuela de Negocios *Booth* de la Universidad de Chicago y como presidente del Consejo de Asesores Económicos de 2010-2011. Además, fue uno de los principales asesores económicos del expresidente Barack Obama.

Política Exterior y Comercial

En 8 días, EE.UU. ha derribado 4 objetos no identificados, lo que significa un récord en tiempos de paz. Esto se debe a la elevada alerta tras haber derribado un globo espía de China. Si bien ya se explicó que los objetos atacados no son una amenaza para la seguridad nacional, EE.UU. está especialmente atento al espacio aéreo después de que se aseguró que el globo del país asiático está equipado para recolectar e identificar señales de inteligencia como parte de un gran programa aéreo militar de supervisión que tiene como objetivo a más de 40 países.

Tras identificar el primer supuesto globo ‘espía’, el secretario de Estado de EE.UU., Antony Blinken, canceló su viaje a Pekín programado para la semana pasada. Ahora, diplomáticos de ambos países están evaluando su primera reunión después del incidente. El acercamiento podría darse en la conferencia de seguridad en Munich a finales de esta semana. Sin embargo, consideramos que esto no cambiará el delicado panorama que ensombrece aún más las relaciones entre ambos países. A pesar de las intenciones de ambos países de dejar atrás la crisis por la que atraviesan sus relaciones, creemos que los avances han sido insuficientes. En el frente comercial, estas tensiones abren aún más la puerta para al *nearshoring*, *friendshoring* y *reshoring*.

De acuerdo con un artículo de *CNBC*, tras el derribo del globo varias asociaciones que representan a empresas que dependen de las manufacturas chinas se manifestaron pidiendo a sus miembros que diversifiquen sus cadenas de suministro. Esto se suma a las dificultades que ya enfrentan dichas empresas debido a la imposición de aranceles a las importaciones de China por parte de Trump y que Biden ha mantenido vigentes.

Varios empresarios están buscando redundancias en sus cadenas de suministro desde que se impusieron las tarifas como una manera de compensar el riesgo de las tensiones comerciales. En este sentido, el artículo asegura que los datos más recientes muestran que ha habido movimientos significativos de manufacturas a otros países de la región, incluyendo Vietnam y Filipinas. Asimismo, varias compañías se están inclinando hacia el *T-MEC* como una manera de llevar más manufacturas a América del Norte (Canadá y México).

Karen Dynan



Fuente de imagen: Wikipedia

Janice Eberly



Fuente de imagen: Wikipedia

Brian P. Sack



Fuente de imagen: mypivots.com

Austan D. Goolsbee



Fuente de imagen: Chicago Booth

Al mismo tiempo se han estado implementando otras acciones de *reshoring* en la Unión Europea, Corea del Sur e India. Mientras que otras empresas están produciendo domésticamente. Sin embargo, estos cambios no han sido fáciles ya que hay varios criterios clave que los líderes empresariales toman en cuenta al hacer cambios geográficos de sus proveedores. Entre ellos destacan: (1) Disponibilidad de tecnología y de mano de obra calificada; (2) infraestructura; (3) confiabilidad; y (4) calidad.

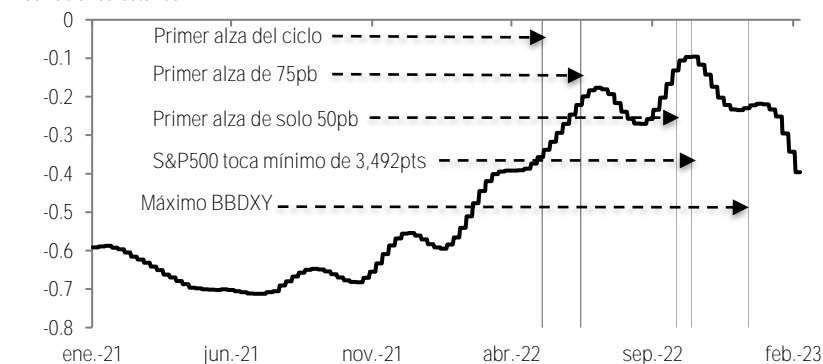
En este contexto, algunos empresarios han dejado en claro que salir de China no es fácil ya que sigue siendo un socio comercial muy importante de EE.UU. Las razones abundan y van desde el acceso a materiales y productos hasta conocimientos especializados. Se resalta el reto del tiempo para una eventual transición. Es decir, lograr con éxito la diversificación de la cadena de suministros toma tiempo ya que se necesita que los nuevos proveedores cumplan con una diversidad de requisitos y parámetros legales. Además, de que exista la fuerza laboral y la logística para cubrir las necesidades.

En este entorno, y como hemos comentado previamente, los beneficios para México derivados del *neashoring* no serán inmediatos. No obstante, lo cierto es que las condiciones parecen cada vez más propicias para un entorno de mayor inversión y un incremento en nuestras exportaciones derivado del entorno geopolítico global actual.

¿Qué llamó nuestra atención esta semana?

Como ya comentamos, tras los comentarios *hawkish* de miembros del Fed y las recientes cifras de inflación y actividad económica, hay mucha especulación sobre la tasa terminal del Fed. En este contexto, nos llamó la atención un artículo de Bill Dudley en *Bloomberg Opinion*, quien fue presidente de la Reserva Federal de Nueva York del 2009 al 2018. El autor se cuestiona ¿cómo librará la Reserva Federal su batalla contra la inflación, si manteniendo las tasas de interés elevadas por más tiempo o aumentándolas aún más? Concluye que más tiempo sería mejor, pero si los mercados financieros no cooperan, es posible que el Fed también tenga que subir más las tasas. En este tema, es claro que Dudley se refiere a lo que descuentan los mercados para la tasa de *Fed funds* (actualmente, anticipando un nivel terminal cercano a 5.2% a mediados de año) y que las condiciones financieras no están muy apretadas (ver gráficas abajo).

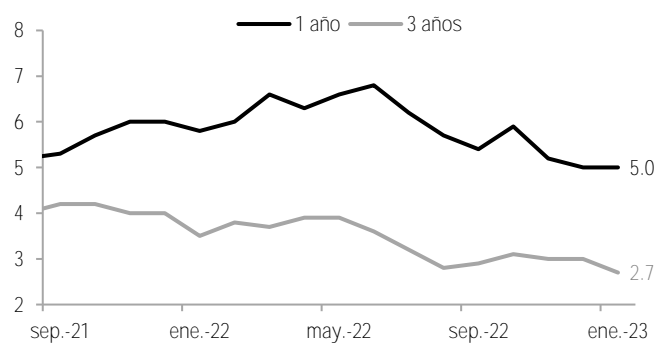
Índice de condiciones financieras del Fed de Chicago*
Desviaciones estándar



Fuente: Banorte con datos de la Reserva Federal de Chicago y Bloomberg

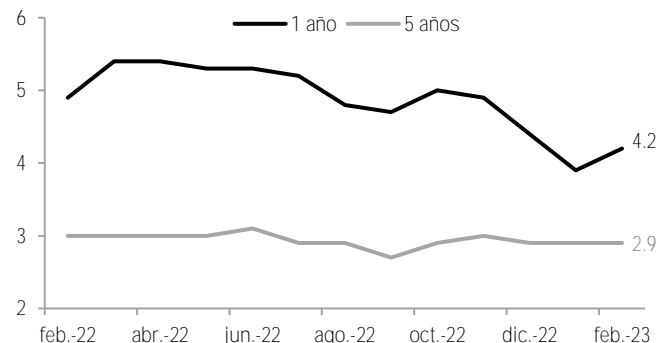
En particular, argumenta que Powell quiere restringir la demanda de mano de obra lo suficiente, pero no demasiado, para reducir el crecimiento de los salarios al nivel de 3% a 4% –consistente con la meta de inflación del 2% del banco central. Con ese fin, el mejor enfoque sería mantener las tasas de interés en un entorno moderadamente restrictivo durante un período de tiempo significativo. Dado que las alzas en tasas afectan a la economía con un largo rezago, esto reduce el riesgo de subirlas de más y aumenta las posibilidades de un ‘aterrizaje suave’ de la economía. Esto, ya que el Fed puede tomarse su tiempo mientras las expectativas de inflación permanezcan bien ancladas, lo que hasta ahora prevalece.

Expectativas de inflación del Fed de Nueva York de enero
% a/a



Fuente: Banorte con datos del Fed de Nueva York

Expectativas de inflación de la Universidad de Michigan
% a/a



Fuente: Banorte con datos de la Universidad de Michigan

El problema radica en que es difícil saber cuál sería una tasa ‘moderadamente restrictiva’. Los economistas ni siquiera pueden ponerse de acuerdo sobre la tasa neutral. Antes de la crisis financiera de 2008, estimaban que era de alrededor del 2% en términos reales (o alrededor del 4% en términos nominales). Ahora, la estimación entre los miembros del Fed es del 0.5% (o 2.5% nominal, suponiendo una inflación del 2%). Pero considera que hay muchas razones para pensar que debería ser más alta a medida que el gobierno pide más préstamos, la transición de energía verde aumenta la demanda de inversión y los *baby boomers* que se jubilarán ahorran menos. Además, con una inflación que supera el objetivo del 2%, la tasa neutral nominal debería ser aún más alta.

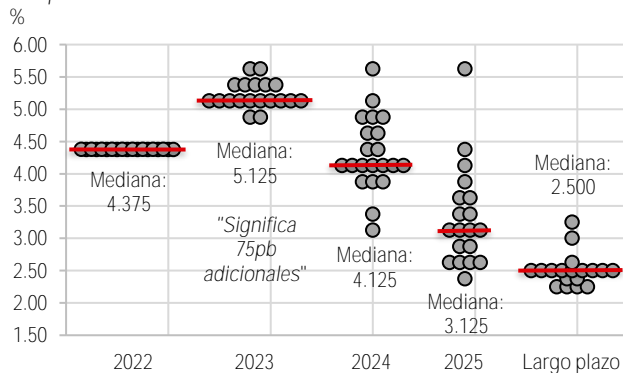
Asimismo, el impacto de la política monetaria depende en parte de cómo influye en las condiciones financieras generales, que como ya comentamos no son particularmente estrictas. Los mercados bursátiles y de bonos se mantienen optimistas después de que el Fed moderó el ritmo a +25pb, mientras que esperan un régimen más acomodaticio en 2024 y 2025. Cuanto más optimistas sean los mercados, más alta tendrá que ser la tasa neutral de los *Fed funds*.

La mayoría de los miembros del Fed esperan que una tasa terminal en el rango de 5.00%-5.25% y mantenerla ahí hasta 2024 sea suficiente para controlar la inflación. Por lo tanto, considera que probablemente optarán por dos aumentos más de 25pb en las reuniones de en marzo y mayo. Después de eso, esperarán y verán qué sucede, una evaluación que llevará varios meses (como mínimo) debido a los largos rezagos de la política monetaria.

Para evitar que las condiciones financieras se relajen aún más, mantendrán su mensaje agresivo, diciendo que la política monetaria seguirá siendo estricta durante algún tiempo. Y si una tasa de más del 5.00% no funciona, eventualmente se verán obligados a subir más.

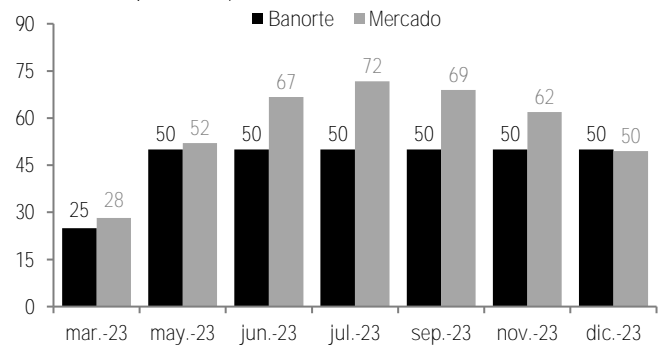
En nuestra opinión, el sesgo y tono del Fed ha sido muy claro desde que inició con el ciclo restrictivo. Sin embargo, la tendencia del mercado ha sido la interpretar esta comunicación lo menos *hawkish* posible. En este sentido, en los mercados se considera que los inversionistas “están peleando con el Fed”. En general, esto se debe a que han estado descontando una tasa terminal menor de la que parecerían estar estimando en el banco central. Sin duda, esto podría generar la necesidad de un ciclo más agresivo de alza en tasas para apretar las condiciones financieras. No obstante, tras los últimos datos e intervenciones, los mercados están empezando a incorporar con mayor convicción la posibilidad de una tasa terminal mayor que la que se muestra en [la última actualización del dot plot](#). Esto favorecerá al Fed en su lucha contra la inflación. No obstante, no es claro si todavía es tiempo o ya es muy tarde y, por lo tanto, requiera incrementos adicionales. En nuestra opinión, es indispensable reconocer que los riesgos se inclinan claramente a una tasa terminal mayor. Incluso vemos probable que en la próxima reunión del FOMC del 22 de marzo, donde habrá actualización de pronósticos, el *dot plot* muestre la estimación de una tasa terminal por arriba del 5.00%-5.25% proyectado en diciembre. Al mismo tiempo, vemos cada vez más lejana la posibilidad de una baja en tasas en algún momento de este año.

Dot plot – diciembre 2022



Fuente: Banorte con datos de la Reserva Federal

Estimado del mercado de alzas acumuladas en la tasa de Fed funds* Pb al mes de la junta correspondiente



* Nota: Al 17 de febrero 2023

Fuente: Banorte con datos del Bloomberg

Glosario de términos y anglicismos

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

- **EIA:** Acrónimo en inglés del *Energy Information Administration* (Administración de Información Energética), dependencia de EE.UU. encargada de recolectar, analizar y diseminar información independiente e imparcial sobre los mercados energéticos.
- **Fed funds:** Tasa de interés de fondos federales, que es aquella bajo la cual las instituciones depositarias privadas en EE.UU. prestan dinero depositado en el banco de la Reserva Federal a otras instituciones depositarias, típicamente por un plazo de un día. Esta tasa es el principal instrumento de política monetaria del Fed.
- **FF:** Acrónimo en inglés de *Future Flow*. Son instrumentos financieros donde los pagos provienen únicamente de los flujos o aportaciones de alguna fuente de ingresos de operación –como lo pueden ser peajes de autopistas, partidas federales, impuestos u otros–, por lo que el riesgo está en función del desempeño de dichos flujos. Los activos que generan estos ingresos futuros no forman parte del respaldo para el pago de las emisiones.
- **FOMC:** Acrónimo en inglés del *Federal Open Market Committee*, que es el Comité de Mercado Abierto del Banco de la Reserva Federal. Es el comité que toma la decisión de política monetaria en Estados Unidos.
- **Friendshoring:** Proceso de relocalización de la producción de un bien o servicio por parte de una empresa hacia países que se consideran más afines en términos culturales, políticos y/o económicos al país de origen.
- **FV:** Acrónimo en inglés que significa *Firm Value*. El valor de la compañía se calcula mediante el producto del total de las acciones en circulación por el precio de la acción más la deuda con costo menos el efectivo disponible.
- **Fwd:** Abreviación de ‘forward’. En el mercado accionario se refiere a la proyección de una variable, comúnmente la utilidad neta, que se espera que una compañía produzca en los próximos cuatro trimestres.
- **Golden cross:** En el análisis técnico, la dinámica en la cual el promedio móvil de 50 días del precio de un activo rompe al alza al promedio móvil de 200 días.
- **Hawkish:** El sesgo de un banquero central hacia el apretamiento de la política monetaria, comúnmente expresando una preferencia por aumentar las tasas de interés y/o reducir la liquidez en el sistema financiero.
- **ML:** Acrónimo en inglés de *Machine Learning* (Aprendizaje Automático), la subrama dentro del área de la Inteligencia Artificial que tiene el objetivo de construir algoritmos que generen aprendizaje a partir de los datos.
- **NLP:** Acrónimo en inglés de *Natural Language Processing* (Procesamiento de Lenguaje Natural), la subrama de la ciencia computacional que tiene el objetivo de que las computadoras procesen y “entiendan” el lenguaje humano en texto.
- **Nearshoring:** Proceso de relocalización de la producción de un bien o servicio por parte de una empresa hacia países o regiones más cercanas a los centros de consumo final.
- **Nowcasting:** Modelos estadísticos que buscan predecir el estado de la economía ya sea en tiempo real y/o sobre el futuro o pasado muy cercano de un indicador económico determinado.
- **PADD3:** Acrónimo en inglés del *Petroleum Administration for Defense Districts* (PADD), que son agregaciones geográficas en EE.UU. en 5 distritos que permiten el análisis regional de la oferta y movimientos de productos de petróleo en dicho país. El distrito número 3 corresponde al Golfo y abarca los estados de Alabama, Arkansas, Luisiana, Mississippi, Nuevo México y Texas.
- **Proxy:** Variable que aproxima el comportamiento de otra variable o indicador económico.
- **Rally:** En finanzas se refiere al momento en que se observan ganancias en activos.
- **Reshoring:** Proceso de relocalización de la producción de un bien o servicio por parte de una empresa de regreso hacia su país de origen.
- **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, Isaías Rodríguez Sobrino, Paola Soto Leal, Daniel Sebastián Sosa Aguilar y Andrea Muñoz Sánchez certificamos que los puntos de vista que se expresan en este documento son reflejo fiel de nuestra opinión personal sobre la(s) compañía(s) o empresa(s) objeto de este reporte, de sus afiliadas y/o de los valores que ha emitido. Asimismo, declaramos que no hemos recibido, no recibimos, ni recibiremos compensación distinta a la de Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. por la prestación de nuestros servicios.

Declaraciones relevantes.

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

Remuneración de los Analistas.

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

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

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

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

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

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

Tenencia de valores y otras revelaciones.

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

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

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

Guía para las recomendaciones de inversión.

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

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

Determinación de precios objetivo

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

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

GRUPO FINANCIERO BANORTE S.A.B. de C.V.
Dirección General Adjunta de Análisis Económico y Financiero

Alejandro Padilla Santana	Director General Adjunto de Análisis Económico y Financiero	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 Thalía Orozco Vélez	Subdirector Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	leslie.orozco.velez@banorte.com	(55) 5268 - 1698
Isaías Rodríguez Sobrino	Gerente Renta Fija, Tipo de Cambio y Commodities	isaias.rodriguez.sobrino@banorte.com	(55) 1670 - 2144

Análisis Bursátil

Marissa Garza Ostos	Director Análisis Bursátil	marissa.garza@banorte.com	(55) 1670 - 1719
José Itzamna Espitia Hernández	Subdirector Análisis Bursátil	jose.espitia@banorte.com	(55) 1670 - 2249
Carlos Hernández García	Subdirector Análisis Bursátil	carlos.hernandez.garcia@banorte.com	(55) 1670 - 2250
Víctor Hugo Cortes Castro	Subdirector Análisis Técnico	victorh.cortes@banorte.com	(55) 1670 - 1800
Paola Soto Leal	Gerente Análisis Bursátil	paola.soto.leal@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 1746

Análisis Deuda Corporativa

Hugo Armando Gómez Solís	Subdirector Deuda Corporativa	hugo.gomez@banorte.com	(55) 1670 - 2247
Gerardo Daniel Valle Trujillo	Gerente Deuda Corporativa	gerardo.valle.trujillo@banorte.com	(55) 1670 - 2248

Análisis Cuantitativo

Alejandro Cervantes Llamas	Director Ejecutivo de Análisis Cuantitativo	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.cebaldos@banorte.com	(55) 5004 - 1282
Alejandro Eric Faesi Puente	Director General Adjunto de Mercados y Ventas Institucionales	alejandro.faes@banorte.com	(55) 5268 - 1640
Alejandro Frigolet Vázquez Vela	Director General Adjunto Sólida	alejandro.frigolet.vazquezvela@banorte.com	(55) 5268 - 1656
Arturo Monroy Ballesteros	Director General Adjunto Banca Inversión	arturo.monroy.ballesteros@banorte.com	(55) 5004 - 5140
Carlos Alberto Arciniega Navarro	Director General Adjunto Tesorería	carlos.arciniega@banorte.com	(81) 1103 - 4091
Gerardo Zamora Nanez	Director General Adjunto Banca Transaccional y Arrendadora y Factor	gerardo.zamora@banorte.com	(81) 8173 - 9127
Jorge de la Vega Grajales	Director General Adjunto Gobierno Federal	jorge.delavega@banorte.com	(55) 5004 - 5121
Luis Pietrini Sheridan	Director General Adjunto Banca Patrimonial y Privada	luis.pietrini@banorte.com	(55) 5249 - 6423
Lizza Velarde Torres	Director Ejecutivo Gestión Banca Mayorista	lizza.velarde@banorte.com	(55) 4433 - 4676
Osvaldo Brondo Menchaca	Director General Adjunto Bancas Especializadas	osvaldo.brondo@banorte.com	(55) 5004 - 1423
Raúl Alejandro Arauzo Romero	Director General Adjunto Banca Transaccional	alejandro.arauzo@banorte.com	(55) 5261 - 4910
René Gerardo Pimentel Ibarrola	Director General Adjunto Banca Corporativa e Instituciones Financieras	pimentelr@banorte.com	(55) 5004 - 1051
Ricardo Velázquez Rodríguez	Director General Adjunto Banca Internacional	rvelazquez@banorte.com	(55) 5004 - 5279
Víctor Antonio Roldan Ferrer	Director General Adjunto Banca Empresarial	victor.rolan.ferrer@banorte.com	(55) 1670 - 1899