

La Semana en EE.UU.

Estimamos la inflación de enero en 6.2% a/a desde 6.5% a/a previo

Semana en Cifras. Esta semana habrá una abultada agenda de cifras económicas, destacando la inflación de enero, seguida de las ventas al menudeo y producción industrial del mismo mes. Estimamos un avance de la inflación general de 0.5% m/m. El componente subyacente se ubicaría en +0.4% m/m. Con esto, las variaciones anuales resultarían en 6.2% y 5.5% desde 6.5% y 5.7%, respectivamente. El alza en el índice general se debería, en buena medida, a un regreso en el costo de la gasolina. Sumándose a estas presiones, se observó un sorpresivo repunte en los precios de los vehículos usados.

Lo Destacado sobre Política Monetaria. Tras [el fuerte reporte de empleo de enero](#), los miembros del Fed han mostrado un tono muy *hawkish*. Powell también mostró un tono *hawkish* en su intervención en el *Economic Club* de Washington, aunque consideramos que fue menos duro de lo que esperaban los mercados. Tras estas intervenciones, mantenemos nuestro estimado de dos alzas más de 25pb en las reuniones de marzo y mayo, con la tasa terminal en un rango entre 5.00%-5.25%. Sin embargo, vemos que los riesgos se inclinan hacia una tasa mayor.

Agenda Política. En su discurso sobre el Estado de la Nación, el presidente Biden renovó su llamado a imponer un impuesto a los multimillonarios para reducir el déficit federal, manifestando que el sistema tributario no es justo. Asimismo, se comprometió a no aumentar los impuestos a los estadounidenses que ganan menos de US\$ 400 mil al año. Es probable que esta propuesta no vaya a ninguna parte ahora que la Cámara está controlada por los Republicanos.

Política Exterior y Comercial. A pesar de la fuerte crisis por la que atraviesan las relaciones entre China y EE.UU., el comercio de bienes entre ambos países aumentó a un récord en 2022. China mantuvo el tercer lugar entre los principales socios comerciales de bienes con EE.UU. en 2022, con un 13% del total. Canadá permaneció en el primer puesto con un 14.9%, mientras que México se ubicó en segundo con 14.7%.

¿Qué llamó nuestra atención esta semana? Varios indicadores venían mostrando menor dinamismo de la actividad económica, lo que parecía estar dando evidencia del impacto del agresivo ciclo de alza en tasas por parte del Fed. Sin embargo, en los últimos días se han tenido señales de fortaleza, mientras que las estimaciones para la mayoría de los indicadores de enero muestran una recuperación tras la debilidad de diciembre. Esto está generando incertidumbre respecto a si realmente ya hay una desaceleración. En nuestra opinión, sí habrá una moderación del dinamismo en las cifras de lo que resta de 1T23 a pesar de la fortaleza que prevalece hasta ahora. No obstante, no dejamos de resaltar los riesgos al alza para el PIB de este periodo. A su vez, esto constituye uno de los factores que podrían empujar al banco central a llevar a la tasa *Fed funds* a un mayor nivel terminal, sobre todo si se mantiene la fortaleza y resiliencia del mercado laboral.

10 de febrero 2023

www.banorte.com
@ analisis_fundam

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

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

Documento destinado al público en general

Semana en Cifras

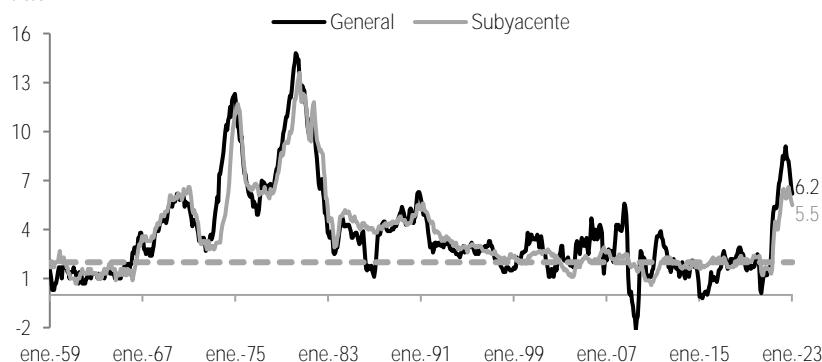
Calendario Semanal: Estados Unidos
Semana del 13 al 17 de febrero

Día	Hora	Indicador	Periodo	Unidad	Banorte	Consenso	Previo
Martes 14	07:30	Precios al consumidor	ene	%m/m	0.5	0.5	-0.1
Martes 14	07:30	Subyacente	ene	%m/m	0.4	0.4	0.3
Martes 14	07:30	Precios al consumidor	ene	% a/a	6.2	6.2	6.5
Martes 14	07:30	Subyacente	ene	% a/a	5.5	5.5	5.7
Miércoles 15	07:30	Empire Manufacturing	feb	índice	-29.0	-20.0	-32.9
Miércoles 15	07:30	Ventas al menudeo	ene	%m/m	2.0	1.8	-1.1
Miércoles 15	07:30	Grupo de control	ene	%m/m	0.8	0.9	-0.7
Miércoles 15	08:15	Producción industrial	ene	%m/m	0.4	0.5	-0.7
Miércoles 15	08:15	Producción manufacturera	ene	%m/m	0.6	0.8	-1.3
Jueves 16	07:30	Solicitudes de seguro por desempleo	11 feb.	miles	202	200	196
Jueves 16	07:30	Fed de Filadelfia	feb	índice	-10.5	-7.4	-8.9

Fuente: Banorte con datos de Bloomberg

Esta semana habrá una abultada agenda de cifras económicas, destacando la inflación de enero, seguida de las ventas al menudeo y producción industrial del mismo mes. Estimamos un avance de la inflación general de 0.5% m/m tras una contracción de 0.1% en diciembre, favorecida por la caída en el precio de la gasolina. El componente subyacente se ubicaría en +0.4% m/m. Con esto, las variaciones anuales resultarían en 6.2% y 5.5%, respectivamente. El alza en el índice general se debería, en buena medida, a un regreso en el costo del hidrocarburo. Sumándose a estas presiones, se observó un sorpresivo repunte en los precios de los vehículos usados. Según datos de *Manheim*, el precio promedio subió 2.5% m/m, su segunda alza al hilo. Esto compensa parte de la caída de 15% observada en 2022, con la variación anual en enero en 12.8%. Los precios en las subastas rastreados por la compañía a menudo son un referente para el mercado de autos nuevos. Destacamos también reportes de que los precios de los vehículos usados han subido no sólo en las subastas, sino también en las salas de exhibición minoristas. Esto es especialmente relevante en un contexto en el que los precios de los bienes son los que venían favoreciendo la tendencia a la baja de la inflación en los últimos meses. Por lo que un aumento en este componente se suma a las preocupaciones del Fed por la elevada inflación en medio de un mercado laboral muy apretado.

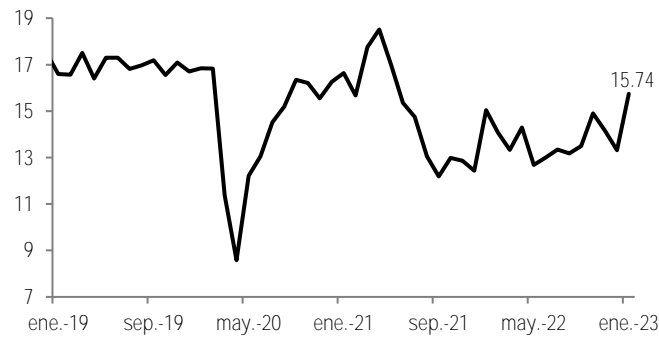
Inflación*
% a/a



* Nota: Las cifras de enero 2023 corresponden a los estimados de Banorte
Fuente: Banorte con datos del BLS

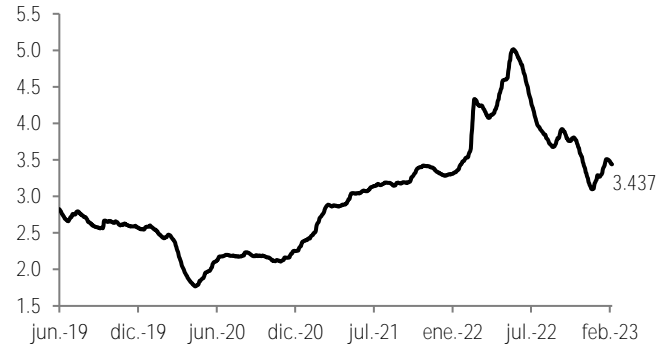
En lo que se refiere a las ventas al menudeo, las recientes señales han estado apuntando a una importante moderación del gasto de los hogares desde el cierre de 2022. Sin embargo, para enero estimamos un sólido avance de las ventas totales sustentado en buena medida por dos factores: (1) Sólidas ventas en el sector automotriz, con el reporte de *Wards* mostrando 15.74 millones de unidades anualizadas desde 13.31 millones previo; (2) el fuerte incremento en el precio de la gasolina. Estimamos un avance de 2.0% m/m, tras una contracción de 1.1% en diciembre. Para el grupo de control que excluye autos, gasolina, servicios de comida y materiales de construcción, esperamos un avance de 0.8% m/m.

Venta de autos *Wards*
Millones



Fuente: Banorte con datos de Bloomberg

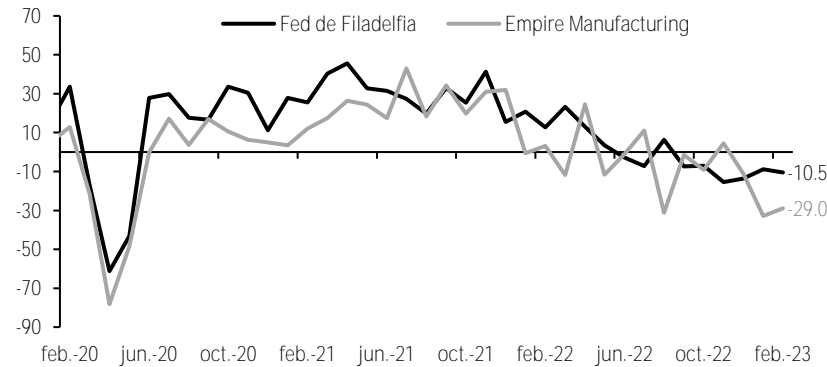
Precio de la gasolina
Dólares por galón



Fuente: Banorte con datos de Bloomberg

Finalmente, conoceremos varios indicadores del sector manufacturero. Por un lado, la actividad industrial de enero 0.4% m/m), donde estimamos la producción manufacturera en +0.6% tras contraerse 1.3% el mes previo. Si bien el sector se está viendo afectado por la debilidad de la demanda, destacamos la solidez que mantiene el sector automotriz. En cuanto a los indicadores regionales de febrero, vemos el *Empire Manufacturing* en -29.0pts desde -32.9 y el *Philly Fed* en -10.5pts desde -8.9pts previo.

Philly Fed y *Empire Manufacturing*
Índices



* Nota: Las cifras de febrero 2023 corresponden a los estimados de Banorte
Fuente: Banorte con datos del Bloomberg

Lo Destacado Sobre Política Monetaria

Tras el [fuerte reporte de empleo de enero](#), los miembros del Fed han mostrado un tono muy *hawkish*. Powell también mostró un tono *hawkish* en su intervención en el *Economic Club* de Washington, aunque consideramos que fue menos duro de lo que esperaban los mercados.

El presidente del Fed dijo que el proceso des-inflacionario ha iniciado en el sector de bienes, pero todavía le falta mucho camino y es probable que sea irregular. Esto fue tomado positivamente por los inversionistas. Lo anterior, a pesar de explicar que posiblemente serán necesarias más alzas en las tasas de interés y que todavía no han alcanzado una postura suficientemente restrictiva. Destacó que las proyecciones del Fed están condicionadas a los datos que se vayan publicando. En cuanto a la trayectoria de la inflación, estima que este año caiga de manera significativa, mientras que será hasta el 2024 que se logró llegar cerca de la meta del 2.0%. Dijo que una buena parte de la inflación está relacionada con la pandemia y destacó que el mercado laboral está ahora en pleno empleo, pero que esperan que se vaya debilitando. Sin embargo, si sigue así de fuerte, será necesario una tasa terminal mayor. Resaltó que el Fed tiene las herramientas para alcanzar su objetivo de inflación y reiteró que las tasas deben permanecer elevadas por un periodo prolongado. En cuanto a los riesgos, destacó que la reapertura de China y la guerra en Ucrania afectan la inflación.

En cuanto a otras intervenciones de miembros del Fed, sobresale:

Raphael Bostic (Atlanta, sin derecho a voto este año dentro del FOMC) dijo que, si la fuerza del reporte de empleo se mantiene durante varios meses, entonces podría significar que la desaceleración de la economía no ha sido tan robusta y que los desequilibrios entre la oferta y la demanda persistirán durante un largo periodo de tiempo. Si ese es el caso, lo más probable es que tengan que hacer más trabajo, lo que se traduciría en más alzas en tasas de las que tienen proyectadas hasta el momento.

Neel Kashkari (Minneapolis, con voto) comentó que los datos de empleo sugieren que se necesitan más incrementos de la tasa de referencia, pero que hasta el momento mantiene su proyección de la tasa terminal alrededor de 5.4%. Destacó que nadie debería de reaccionar de forma exagerada a un reporte, pero que la fortaleza subyacente del sector de servicios de la economía sigue muy sólida y ahí es donde deben centrar su atención. Comentó que la mayoría de sus colegas creen que las tasas subirán por encima del 5% y que sin duda es posible que aumenten aún más. Después de ello, mantendrán las tasas ahí por mucho tiempo, antes de decidir si subirán o bajarán.

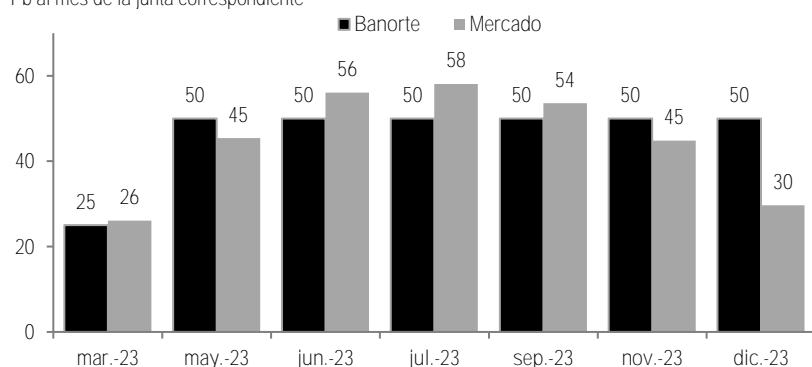
John Williams (Nueva York, con voto). Destacó que el mercado laboral es muy fuerte, pero que una tasa máxima del 5.00% - 5.25% sigue siendo una opción razonable. Comentó que hay mucha incertidumbre acerca del panorama en la inflación. Tal vez los precios de los servicios permanezcan elevados y si eso pasa, se necesitarán tasas más altas. Sin embargo, es probable que ahora continúen con pasos más pequeños, ya que están más cerca del pico.

Los aumentos de 25pb parecen ser la mejor opción por ahora, pero si la situación cambia, considera que podrán moverse más rápido. La política del Fed es apenas restrictiva en este momento. En general, ve que las condiciones financieras están más presionadas. Esto es consistente con las perspectivas del Fed. Si las condiciones financieras se aflojan demasiado, tendrían que subir más las tasas.

Lisa Cook (Consejo del Fed, con voto). Comentó que los datos reflejan una imagen clara de un mercado laboral históricamente fuerte e inflación persistentemente alta. Explicó que el banco central tiene la intención de restaurar la estabilidad de los precios, lo que requerirá una política restrictiva durante algún tiempo. Sin precios estables, será difícil mantener niveles de máximo empleo. Considera que la inflación se puede contener sin un gran aumento del desempleo y que en tiempos de incertidumbre es mejor no tomar tanta referencia de sólo dos o tres datos. Ahora es apropiado avanzar con pasos más pequeños, ya que el Fed evalúa el impacto acumulado de los aumentos de tasas hasta el momento.

Tras todos estos comentarios, mantenemos nuestro estimado de dos alzas más de 25pb en las reuniones de marzo y mayo, con la tasa terminal en un rango entre 5.00%-5.25%.

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



* Nota: Al 10 de febrero 2023
Fuente: Banorte con datos del Bloomberg

Calendario de intervenciones de miembros del Fed
Semana del 13 al 17 de febrero

Fecha	Hora	Funcionario	Región	Voto FOMC 2022	Tema y Lugar
Lunes 13	07:00	Michelle Bowman	Consejo del Fed	sí	habla en conferencia bancaria en Orlando
Martes 14	10:00	Lorie Logan	Fed de Dallas	sí	habla en evento de <i>Prairie View A&M University</i>
Martes 14	10:30	Patrick Harker	Fed de Filadelfia	sí	habla sobre el panorama económico
Martes 14	13:05	John Williams	Fed de Nueva York	sí	habla en la Asociación de Banqueros de Nueva York
Jueves 16	07:45	Loretta Mester	Fed de Cleveland	no	habla en el Centro de Interdependencia Global
Jueves 16	12:30	James Bullard	Fed de St. Louis	no	habla sobre economía y política monetaria
Jueves 16	15:00	Lisa Cook	Consejo del Fed	sí	da palabras de bienvenida en evento
Jueves 16	17:15	Loretta Mester	Fed de Cleveland	no	habla sobre el panorama económico
Viernes 17	07:30	Thomas Barkin	Fed de Richmond	no	habla sobre el mercado laboral de EE.UU.
Viernes 17	07:45	Michelle Bowman	Consejo del Fed	sí	habla en conferencia bancaria en Nashville

Fuente: Banorte con datos de Bloomberg

Agenda Política

El martes pasado, el presidente Biden pronunció su segundo Discurso sobre el Estado de la Nación ante el Congreso, acontecimiento que a su vez marcó el punto medio de su mandato. Biden se mostró optimista sobre sus políticas económicas tras reportes recientes que mostraron un bajo nivel de desempleo y en niveles casi récord. En este contexto, el presidente renovó su llamado a imponer un impuesto a los multimillonarios y a la recompra de acciones corporativas para reducir el déficit federal, manifestando que el sistema tributario no es justo. Por otra parte, Biden se ha comprometido a no aumentar los impuestos a los estadounidenses que ganan menos de US\$ 400 mil al año. En marzo del año pasado había propuesto un impuesto del 20% a los multimillonarios como parte de su presupuesto federal. En discurso de esta semana, pidió al Congreso que termine este trabajo. La propuesta no ganó mucha atención en ese momento y es probable que no vaya a ninguna parte ahora que la Cámara está controlada por los Republicanos. Especialmente en un contexto donde la inclinación de estos últimos es más bien a recortar el gasto.

En estos temas, esta semana el *Congressional Budget Office (CBO)* explicó que, de acuerdo con sus estimaciones, el déficit del presupuesto federal se está ampliando rápidamente. Esto eleva el riesgo de que el Tesoro se quede sin efectivo antes de lo esperado en medio de la falta de acuerdos entre Demócratas y Republicanos para elevar el techo de endeudamiento. El exceso de gastos sobre los ingresos sumó US\$459 mil millones durante los primeros cuatro meses del año fiscal, que comenzó el 1 de octubre. Eso significa US\$200 mil millones de aumento con respecto al mismo período del año anterior. Los gastos fueron 9% mayores y los ingresos 3% menores que en el mismo periodo del 2022. Recordemos que la secretaria del Tesoro, Janet Yellen, ya está implementando medidas contables extraordinarias para no quedarse sin efectivo con la finalidad de evitar un cierre de las operaciones del gobierno o incluso un escenario de *default*. Las cifras del CBO muestran que el gasto se está recuperando, mientras que los ingresos han sido más débiles que el año pasado.

Total del presupuesto octubre 2022- enero 2023

Miles de millones de dólares

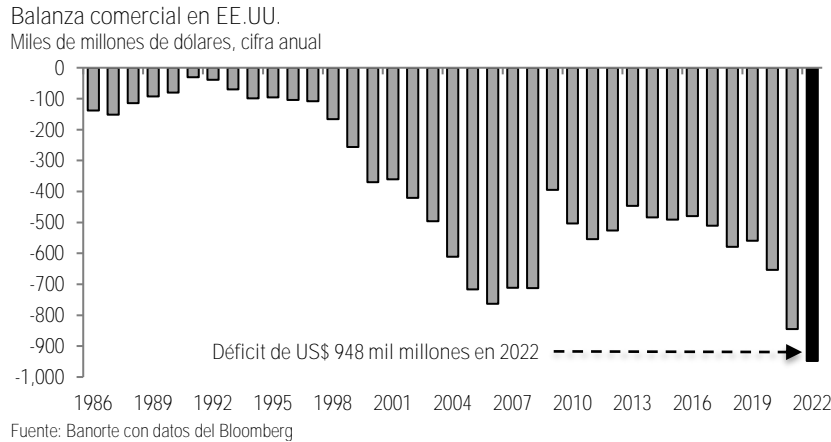
	Actual: AF* 2022	Preliminar: AF* 2023	Cambio estimado	Cambio estimado con ajustes por cambios en gastos*	
				Mmd	%
Ingresos	1,517	1,474	-43	-43	-3
Gastos	<u>1,776</u>	<u>1,933</u>	<u>157</u>	<u>220</u>	12
Déficit	-259	-459	-200	-263	102

*Nota: AF= Año Fiscal. Los montos ajustados excluyen los efectos de cambiar los pagos que de otro modo se habrían hecho el 1 de enero. Si no fuera por esos cambios, el presupuesto habría mostrado un déficit de US\$64 mil millones en enero de 2023 y un superávit de US\$94 mil millones en enero de 2022, estima CBO

Fuente: Banorte con datos del *Congressional Budget Office (CBO)*

Política Exterior y Comercial

En EE.UU. el déficit de la balanza comercial de 2022 aumentó US\$948 mil millones, 12.2% mayor al año previo (ver gráfica abajo).



A pesar de la fuerte crisis por la que atraviesan las relaciones entre China y EE.UU., el comercio de bienes entre ambos países aumentó a un récord en 2022. Según datos del Departamento de Comercio, el déficit anual del comercio de bienes con China aumentó 8% a US\$382.9 mil millones, el segundo mayor hasta la fecha tras el déficit de US\$419.4 mil millones en 2018. China mantuvo su tercer lugar entre los principales socios comerciales de bienes de EE.UU. en 2022, con un 13% del total. Canadá mantuvo el primer puesto con un 14.9%, mientras que México se ubicó en segundo con un 14.7%.

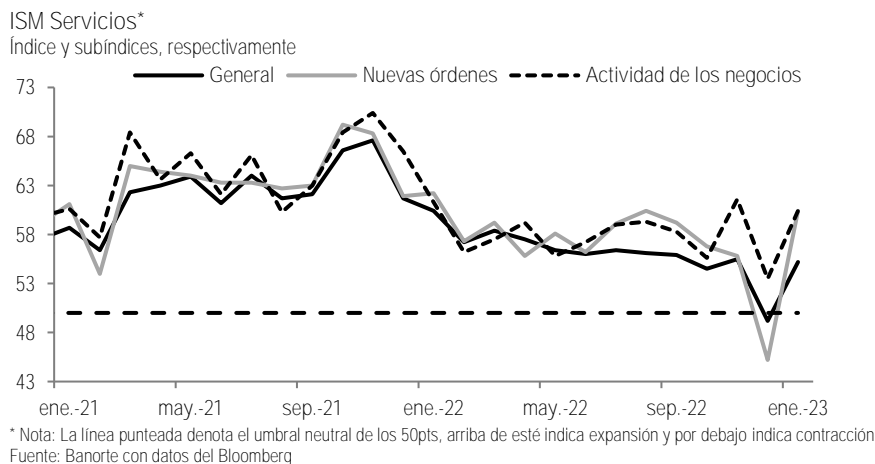
Hasta ahora, Biden ha mantenido los aranceles a las exportaciones chinas implementados por Trump. Si bien cientos de empresas estadounidenses –grandes y pequeñas– han hecho un nuevo intento para que se eliminen estos gravámenes, existen pocos indicios de que la Casa Blanca esté inclinada a reducirlos significativamente. La industria de los chips sigue siendo un importante foco de tensión comercial, especialmente después de EE.UU. impuso fuertes restricciones a las exportaciones de semiconductores al país asiático con el fin de evitar que fortalezca su postura militar. También se está tratando de reducir la dependencia estadounidense de China en materia de mercancías, alentando a las empresas occidentales a invertir en lo que han denominado “socios comerciales de confianza”. Si bien los funcionarios de ambas partes están buscando formas de manejar las diferencias entre las dos potencias, la realidad es que la crisis se mantiene.

Hacia delante, las relaciones comerciales enfrentan el riesgo de seguir amenazadas por las diferencias en temas como los derechos humanos, el comercio y la competencia por la tecnología y los mercados. A esto se suma el derribo esta semana de un supuesto globo espía chino sobre territorio estadounidense.

¿Qué llamó nuestra atención esta semana?

Varios indicadores venían mostrando menor dinamismo de la actividad económica, lo que parecía estar dando evidencia del impacto del agresivo ciclo de alza en tasas por parte del Fed. Sin embargo, en los últimos días se han tenido señales de fortaleza, mientras que las estimaciones para la mayoría de los indicadores de enero muestran una recuperación tras la debilidad de diciembre. Esto está generando incertidumbre de si realmente ya hay una desaceleración.

Por un lado, el ISM de servicios se ubicó en 55.2pts en el primer mes del año, subiendo 6pts y saliendo de terreno de contracción, revirtiendo casi por completo la baja observada el mes previo. El alza se debió principalmente a los incrementos en los componentes de actividades de los negocios y nuevas órdenes (+16.2pts). El indicador podría estar sobreestimando la fortaleza de la economía, y la lectura previa abajo del umbral neutral de los 50pts pudo haber sido un dato atípico debido al mal clima y otros factores. Pero lo cierto es que los servicios se mantienen sólidos.



Por otro lado, el fuerte reporte del mercado laboral de enero también ha generado mucho ruido. Se crearon 517 mil puestos de trabajo, superando la expectativa del consenso de 188 mil y resultando por arriba del mes previo que se revisó al alza, de 223 mil a 260 mil. La revisión a los dos meses anteriores sumó 71,000 plazas de las reportadas previamente. Con estas revisiones, el total de empleo se ubica 2.7 millones de puestos de trabajo por arriba del nivel previo a la pandemia.

Los indicadores de alta frecuencia, como los reclamos semanales de seguro por desempleo, muestran también que continúa la solidez del empleo. Destacamos la tendencia a la baja que se venía observado en las últimas semanas a pesar del alza en la última cifra, con los niveles manteniéndose por debajo de las 200 mil. En este mismo sentido, el *JOLTS* mostró 11.01 millones de ofertas para el cierre de 2022, un aumento respecto a las 10.44 millones de noviembre. Existen 1.9 empleos disponibles por cada persona desempleada, alcanzando el nivel más alto desde julio. Este es un indicador al que Powell ha hecho mención en repetidas ocasiones, por lo que su fortaleza resulta especialmente relevante.

En este contexto, la estimación del modelo del Fed de Atlanta para el PIB real del 1T23 (*GDPNow*) es de 2.2% t/t anualizado al 8 de febrero (ver tabla abajo), frente al 0.7% del 1 de febrero. Esto contrasta con los estimados del consenso de acuerdo con *Bloomberg* que ubican el PIB de 1T23 en 0.0% y nuestra proyección de -0.7%.

Indicador de contribuciones al PIB de 1T23

Pp	
GDPnow	2.16
Consumo	2.03
Estructuras	-0.01
Equipo y software	0.28
Propiedad intelectual	0.32
Residencial	-0.49
Cambio en inventarios	.111
Exportaciones netas	0.79
Gasto de gobierno	0.35

Fuente: Banorte con datos de la Reserva Federal de Atlanta

En nuestra opinión, sí habrá una moderación del dinamismo en las cifras de lo que resta de 1T23 a pesar de la fortaleza que prevalece hasta ahora. Del lado del consumo, los precios de la gasolina podrían mantenerse altos a pesar del reciente regreso, afectando el ingreso personal disponible de las familias. Asimismo, las bases de comparación no serán favorables, a lo que se suma que el Fed continuará con el alza en tasas. En el caso de la inversión, esperamos que las elevadas tasas sigan afectando al sector residencial, mientras que la incertidumbre que prevalece sobre una posible recesión frenará las decisiones de inversión en varios sectores.

En este contexto, los datos de enero y encuestas de febrero a publicarse la próxima semana serán clave para darnos señales más claras de qué tan fuerte se mantiene la economía. A pesar de lo anterior, lo cierto es que faltan varios reportes importantes previo a la próxima reunión del FOMC el 21 de marzo que podrían dar un panorama más claro. Por un lado, la inflación de enero y febrero (14 de febrero y 14 de marzo) y el reporte del mercado laboral de febrero (10 de marzo). No obstante, no dejamos de resaltar los riesgos al alza para el PIB de este periodo. A su vez, esto constituye uno de los factores que podrían empujar al banco central a llevar a la tasa *Fed funds* a un mayor nivel terminal, sobre todo si se mantiene la fortaleza y resiliencia del mercado laboral.

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 soberana.
- **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 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
Yazmin 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.faesi@banorte.com	(55) 5268 - 1640
Alejandro Frigolet Vázquez Vela	Director General Adjunto Sólida	alejandro.frigolet.vazquezvela@banorte.com	(55) 5268 - 1656
Arturo Monroy Ballesteros	Director General Adjunto Banca Inversión	arturo.monroy.ballesteros@banorte.com	(55) 5004 - 5140
Carlos Alberto Arciniega Navarro	Director General Adjunto Tesorería	carlos.arciniega@banorte.com	(81) 1103 - 4091
Gerardo Zamora Nanez	Director General Adjunto Banca Transaccional y Arrendadora y Factor	gerardo.zamora@banorte.com	(81) 8173 - 9127
Jorge de la Vega Grajales	Director General Adjunto Gobierno Federal	jorge.delavega@banorte.com	(55) 5004 - 5121
Luis Pietrini Sheridan	Director General Adjunto Banca Patrimonial y Privada	luis.pietrini@banorte.com	(55) 5249 - 6423
Lizza Velarde Torres	Director Ejecutivo Gestión Banca Mayorista	lizza.velarde@banorte.com	(55) 4433 - 4676
Osvaldo Brondo Menchaca	Director General Adjunto Bancas Especializadas	osvaldo.brondo@banorte.com	(55) 5004 - 1423
Raúl Alejandro Arauzo Romero	Director General Adjunto Banca Transaccional	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