

## Perspectivas 2T16 – Todo cambia, todo sigue igual

22 de abril 2016

www.banorte.com  
www.ixe.com.mx  
@analisis\_fundam

**Delia Paredes**

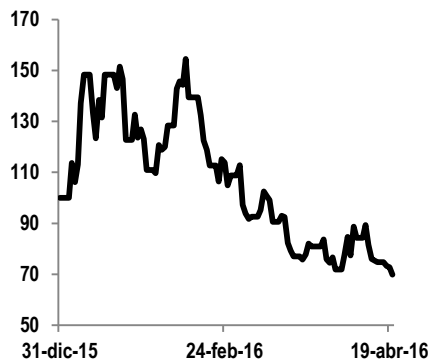
Director Ejecutivo Análisis y Estrategia  
delia.paredes@banorte.com

- Los mercados recobran la calma poco a poco, después de la turbulencia financiera en 1T16
- Los riesgos se mantienen:
  - (1) El Fed podría continuar con el proceso de normalización a finales del trimestre, mientras que el ECB y el BoJ han ampliado el estímulo monetario;
  - (2) La desaceleración de la economía de China continúa, pero en línea con lo anticipado;
  - (3) El crecimiento global podría resultar más lento ante una situación más difícil en economías emergentes;
  - (4) Esperamos una recuperación moderada de los precios del petróleo en 2T16;
  - (5) Continúa el proceso de elecciones primarias en Estados Unidos, en donde hemos observado la radicalización de los debates;
  - (6) Consideramos que el Reino Unido decidirá permanecer en la Unión Europea, en el referéndum del 23 de junio;
  - (7) La crisis política en Brasil se profundiza;
  - (8) En México, el tema fiscal vuelve a ser el centro de atención ante medidas adoptadas por la Secretaría de Hacienda; y
  - (9) La actividad económica en México avanza moderadamente en 1T16, con la inflación bien comportada y política monetaria responsable
- Si bien no descartamos otros episodios de alta volatilidad durante el segundo trimestre del año, consideramos que el escenario podría mejorar hacia la segunda mitad del año

**Agitado inicio del año.** Los primeros meses del año se caracterizaron por un incremento significativo de los niveles de volatilidad, que hicieron inclusive temer por la posibilidad de que el mundo estuviera entrando en un nuevo escenario de crisis. Entre los temas alrededor de los que giraba la incertidumbre estaban: (1) La desaceleración de la economía de China; (2) una nueva caída en los precios del petróleo; y (3) el proceso de normalización en Estados Unidos. Si bien la incertidumbre acerca de estos tres temas sigue siendo elevada, los inversionistas han tenido tiempo de dimensionarlos, lo que nos hace concluir que el mundo no está entrando un nuevo escenario de crisis, sino que la turbulencia financiera es resultado del proceso de recuperación de la conocida como *Gran Recesión*, que inició en 2008-2009. Como se observa en el gráfico de abajo, los niveles de volatilidad implícita en los futuros del S&P tocaron en febrero niveles no vistos desde mediados del año pasado, regresando a niveles que pueden ser considerados como “normales”. Esto ha implicado también una recuperación del índice S&P500, a niveles inclusive ligeramente superiores a los que se tenían al inicio del año (ver gráfico abajo en el centro). Adicionalmente, los diferenciales de tasas de bonos corporativos, que se habían visto presionados, han empezado a bajar, reflejando un poco más sus fundamentales.

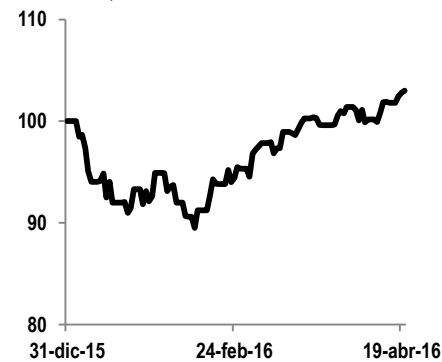
Documento destinado al público en general

**VIX**  
Índice dic 31, 2015=100



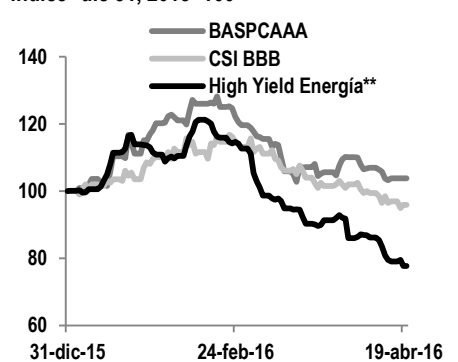
Fuente: Bloomberg

**S&P500**  
índice dic 31, 2015=100



Fuente: Bloomberg

**Bonos corporativos**  
índice\* dic 31, 2015=100

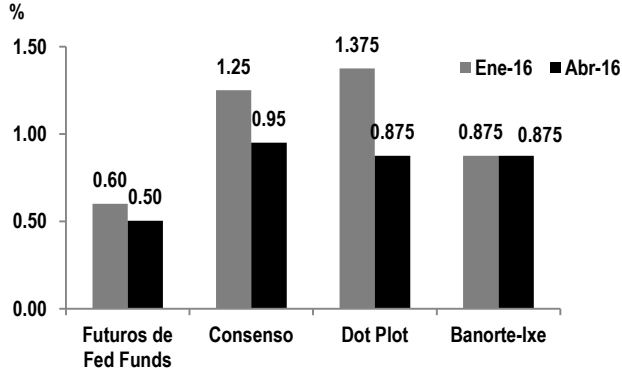


Fuente: Bloomberg

\*Índice calculado en base al diferencial del rendimiento de los bonos corporativos con la calificación en cuestión y el UST 10 años. \*\*Calculado en base al OAS

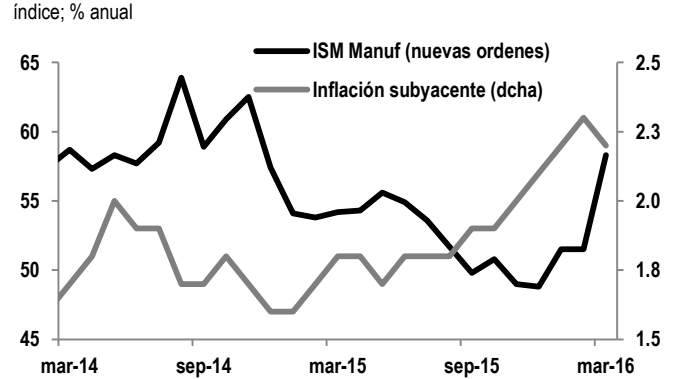
**(1) El Fed podría continuar con el proceso de normalización a finales del trimestre.** El episodio de volatilidad trajo consigo mayor incertidumbre sobre el proceso de normalización del Fed. Al interior del FOMC se observa una divergencia de opiniones entre (1) Una fracción de los miembros votantes que piensan que la inestabilidad financiera tiene un efecto restrictivo sobre la política monetaria y que, dado que todavía no existe certeza de que la inflación converja al objetivo, seguir subiendo tasas sería nocivo para la economía; y (2) los que piensan que la fortaleza del mercado laboral y las señales de recuperación de la economía son suficientes como para garantizar presiones inflacionarias en el horizonte de la política monetaria, y por lo tanto, es necesario continuar con el proceso de normalización. En este contexto, el FOMC ha decidido esperar a tener más evidencia de que la recuperación económica es lo suficientemente fuerte como para tolerar mayores tasas de interés. En nuestra opinión, en junio es muy probable que tengamos dicha evidencia, por lo que esperamos que el siguiente movimiento del Fed sea de un alza de 25pbs en la reunión del 14-15 de junio. Después de esto, esperamos otro incremento de la misma magnitud en septiembre o en diciembre, dependiendo del desempeño de la actividad económica, en línea con el *dot-plot* del Fed. No obstante, cabe destacar que los mercados todavía no le descuentan ni una subida de tasas en 2016, y ante datos de actividad económica relativamente más débiles, empiezan a cuestionar que el Fed pueda subir en todo 2016 (ver gráfico abajo a la izquierda). Lo cierto es que, si bien esperamos una desaceleración del crecimiento en 1T16, los datos sugieren que la economía sigue creciendo de manera moderada y que podría recuperar ritmo en el segundo trimestre del año, particularmente el sector manufacturero. A esto habría que añadir que la inflación subyacente muestra una tendencia de alza, ubicándose a finales del primer trimestre por encima del 2% (ver gráfico abajo a la derecha). Aquí habría que tener en cuenta que es muy probable que esta tendencia se rompa en este trimestre dado que viene de una base de comparación muy alta.

Tasa de Fed funds a finales de 2016\*



\*El rango actual de los Fed funds es de 0.25-0.5, por lo que el punto medio es 0.375%  
Fuente: Banorte Ixe con datos de la Reserva Federal y Bloomberg

ISM manufacturero e Inflación

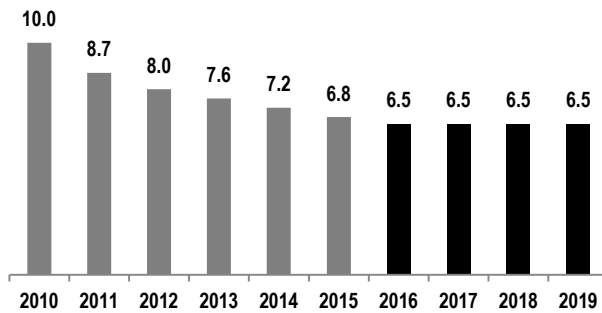


Fuente: Bloomberg

**El ECB y el BoJ han ampliado el estímulo monetario.** Preocupados por la debilidad que siguen mostrando las cifras económicas, tanto la autoridad monetaria europea como la japonesa tomaron medidas de mayor estímulo monetario durante el primer trimestre del año. En el primer caso, el ECB sorprendió al mercado con cinco medidas: (1) Redujo la tasa refi de 0.05% a 0%, (2) bajó la tasa de depósitos de -0.3% a -0.4%, (3) recortó la tasa de préstamos de 0.3% a 0.25%; (4) incrementó el monto mensual de su programa de compra de activos de 60mme a 80mme a partir de abril del 2016. (5) se incluyeron en el universo de bonos a comprar los emitidos por corporaciones no bancarias con grado de inversión y denominados en euros; y (6) se lanzará un programa de cuatro TLTROs (TLTRO-II) con vencimiento de cuatro años empezando en junio del 2016. Si bien el banco central se mostró abierto a mayor estímulo de ser necesario, consideramos que primero esperará a ver el efecto de las medidas adoptadas. En este contexto, durante 2T16 estaremos atentos a la asignación de las operaciones TLTRO. En el caso de Japón, en la reunión de enero se decidió adoptar tasas negativas de depósito dejando la puerta abierta a mayor estímulo en abril ante perspectivas más negativas con respecto al crecimiento y la inflación.

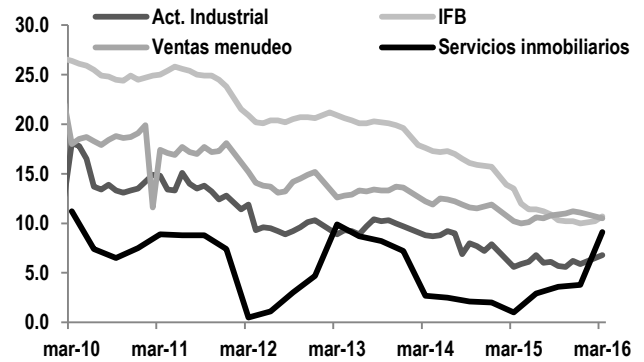
**(2) La desaceleración de la economía de China continúa, pero en línea con lo anticipado.** El 12º Congreso Nacional Popular en China trajo consigo la confirmación de que el gobierno espera una desaceleración de la economía en los próximos años. El objetivo de crecimiento del gobierno se redujo a un rango entre 6.5% y 7% (ver gráfico a la izquierda). En este contexto, tanto las declaraciones del gobierno –que dejan claro el compromiso con el objetivo de crecimiento–, así como las acciones de política monetaria tomadas en 1T16 –el PBoC recortó los requerimientos de reservas de los bancos una vez más el 29 de febrero–, han logrado tranquilizar a los mercados. No obstante, persiste el riesgo de un error de política económica que pudiera regresar la incertidumbre a los mercados. Por lo pronto, los datos en 1T16 sugieren una ligera recuperación de la actividad económica, aunque basada en el surgimiento insostenible del mercado inmobiliario (9.8% anual en 1T16 vs. 3.8% al cierre del año pasado), así como de un mayor endeudamiento público (ver gráfico abajo a la izquierda).

**Actividad económica en China**  
% var. anual



Fuente: Bloomberg

**Estimados de PIB**  
% var. anual

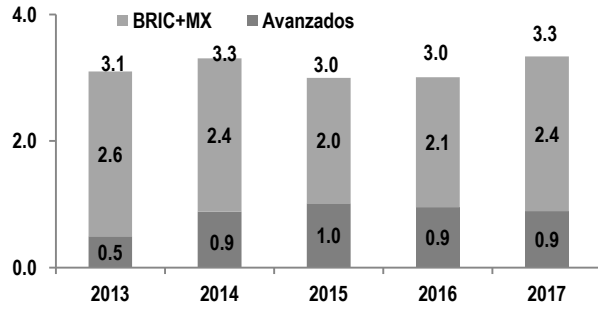


Fuente: Bloomberg

**(3) El crecimiento global podría resultar más lento ante una situación más difícil en economías emergentes.** El año pasado el crecimiento global fue de 3%, ligeramente menor a lo esperado. Con esto en mente, durante el 1T16 hemos ajustado nuestros estimados y ahora esperamos un crecimiento de la economía mundial de 3% (3.3% a inicios de 2016). Esta revisión a la baja se explica por una moderación en el estimado de crecimiento en avanzados, particularmente Estados Unidos, así como por fuertes revisiones a la baja en el crecimiento de las economías emergentes bajo cobertura. En particular, destaca el caso de Brasil, en donde la recesión se profundizó a inicios de 2016, con lo que esperamos una contracción de 2.9% anual. En el caso de México, el recorte de gasto adicional anunciado por parte del Gobierno Federal, así como un menor impulso por parte de la demanda externa –luego de la revisión a la baja del crecimiento en Estados Unidos-, nos llevó a reducir nuestro estimado de crecimiento de 2.7% a 2.3% anual. Esperamos ahora una contribución al crecimiento global de 0.9% por parte de las economías avanzadas (1.1% previo) y de 2.1% proveniente de economías emergentes, como se observa en el gráfico de abajo. En 2T16, el ritmo de expansión de la economía global será muy similar al observado en el promedio del año pasado, tanto para las economías avanzadas como para las emergentes. Hacia delante, consideramos que en la medida en que se reduzca la incertidumbre, el crecimiento podría empezar a acelerarse hacia finales del año (ver gráfico abajo a la derecha), con la economía mundial creciendo a un ritmo de 3.3% en 2017.

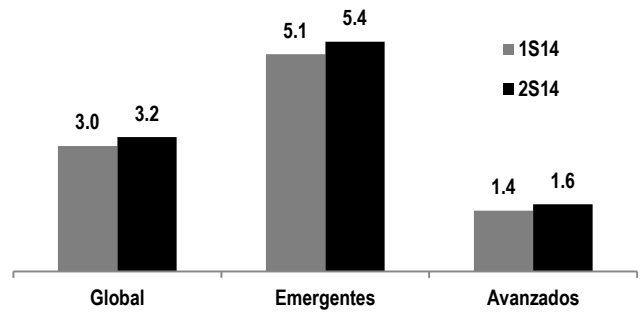
**En esta misma línea el Fondo Monetario Internacional también redujo sus estimados de crecimiento mundial de 3.4% a 3.2% en 2016 y de 3.6% a 3.5% en 2017.** Las revisiones a la baja fueron a nivel global a excepción del caso de China, cuya perspectiva de hecho mejoró. Esto a pesar de que entre los riesgos al escenario mencionan: (1) Un regreso de la volatilidad financiera; (2) bajos precios del petróleo; (3) una desaceleración más profunda en China; y (4) choques no económicos, como son conflictos geopolíticos, problemas políticos, entre otros.

**Crecimiento global: Avanzados y Emergentes**  
% contribución



Avanzados incluye: EE.UU., Eurozona, Japón e Inglaterra  
BRIC+MX incluye: Brasil, Rusia, India, China y México  
Fuente: Bloomberg y Banorte-Ixe

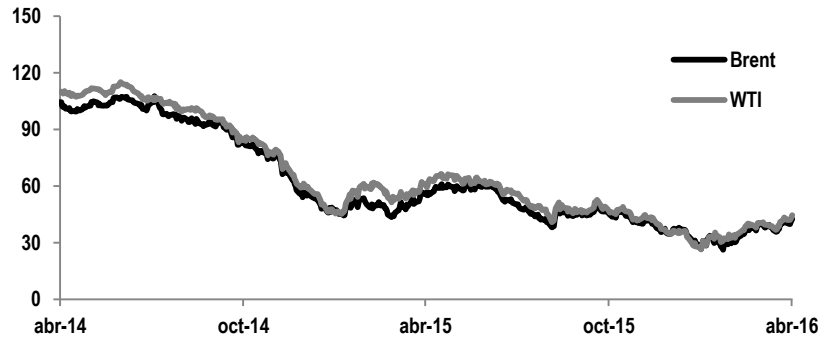
**Crecimiento global: Avanzados y Emergentes**  
% variación promedio anual



Avanzados incluye: EE.UU., Eurozona, Japón e Inglaterra  
BRIC+MX incluye: Brasil, Rusia, India, China y México  
Fuente: Bloomberg y Banorte-Ixe

**(4) Recuperación moderada de los precios del petróleo.** Los precios del petróleo parecen haber tocado un piso importante alrededor de los 26dpb a mediados de febrero, fecha a partir de la cual hemos visto una recuperación progresiva de los precios a niveles por arriba de los 40dpb, como se observa en la gráfica de abajo. No obstante, como en el caso del crecimiento global, nuestro escenario para el mediano plazo es que los precios del petróleo se mantendrán bajos por mucho tiempo, si bien es de esperarse una recuperación incipiente durante la segunda mitad del año, toda vez que se prevé un rebalanceo, que reduzca la sobreoferta existente en el mercado. En este contexto, consideramos que existen cuatro factores a observar: (1) El desempeño de la producción en Estados Unidos, así como sus inventarios; (2) la producción en otros miembros de países no miembros de la OPEP, en donde la oferta se ha estancado en los últimos años y la falta de inversión hará que en los próximos años la producción pudiera caer; (3) la producción en los países miembros de la OPEP, en particular Irán, que tiene como objetivo volver a los niveles de producción previos a las sanciones, mientras que Arabia Saudita ha incrementado también su producción y se niega a llegar a acuerdos para reducirla; y (4) el desempeño de la demanda.

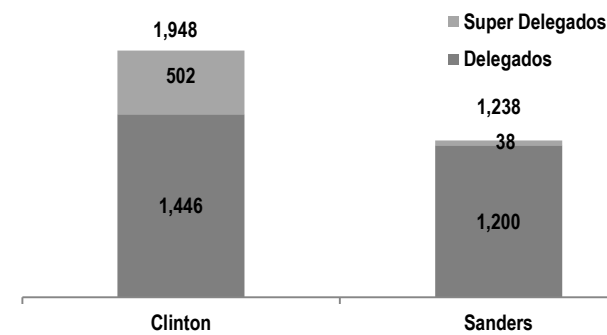
**Precios del petróleo**  
dpb



Fuente: Bloomberg

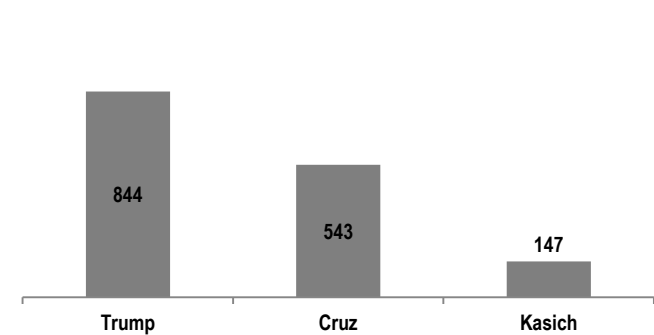
**(5) Continúa el proceso de elecciones primarias en Estados Unidos, en donde hemos observado la radicalización de los debates.** Como hemos venido mencionando en nuestras publicaciones el proceso de elección presidencial en Estados Unidos consta de dos etapas: (1) La elección primaria, que tiene como objetivo que cada partido escoja a su candidato; y (2) el proceso electoral *per se*, en el que los dos candidatos salidos de la elección primaria compiten entre sí por la presidencia del país (para un análisis detallado del proceso de elección en Estados Unidos ver: “Elección 2016 – El largo camino hacia la presidencia de Estados Unidos” del 30 de octubre [aquí](#)). En 2T16, continuará el proceso de elección primaria, culminando en julio con las convenciones en la que cada uno de los dos principales partidos elegirá a su candidato. Por el momento, en el Partido Demócrata Hillary Clinton (HRC) está a la cabeza con 1,930 delegados de los 2,383 que se requieren para obtener la candidatura frente a los 1,189 de Bernie Sanders. Cabe destacar que esta cifra incluye los llamados *súper delegados* –que son funcionarios con cargos públicos o líderes del partido que pueden respaldar al candidato de su preferencia-, como se observa en el gráfico de abajo a la izquierda. Por su parte, en el Partido Republicano, Donald Trump está ganando con 845 delegados de los 1,237 necesarios, como se observa en el gráfico abajo a la derecha. No obstante, cabe mencionar que todavía faltan elecciones con un número importante de delegados en cada partido, por lo que las candidaturas todavía no están del todo definidas.

Resultados de elecciones primarias en el partido demócrata



Fuente: New York Times

Resultados de elecciones primarias en el partido republicano



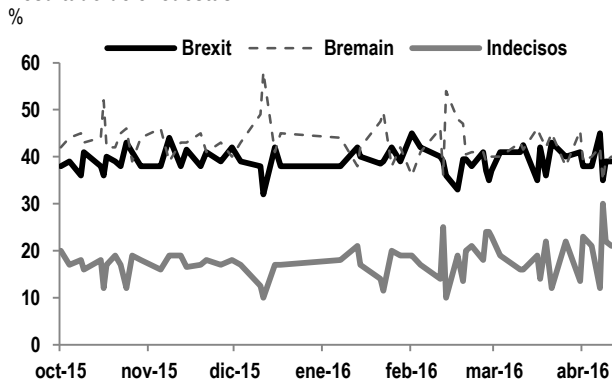
Fuente: New York Times

**(6) Consideramos que el Reino Unido decidirá permanecer en la Unión Europea, en el referéndum del 23 de junio.** Durante 1T16 se materializó la posibilidad de que el Reino Unido mantenga un referéndum sobre su permanencia en la Unión Europea (el llamado *Brexit*). En concreto, se fijó la fecha del 23 de junio para el mismo. De acuerdo a los analistas económicos y financieros, la posibilidad es baja, aunque las encuestas más recientes sugieren que la decisión será difícil (las últimas encuestas sugieren que 40% votaría a favor de quedarse frente a 37% que votarían “no” y 18% no están decididos todavía), como se observa en el gráfico abajo a la derecha. Los argumentos a favor o en contra del *Brexit* se pueden resumir en tres aspectos principalmente: (1) La membresía a la UE pone en riesgo las relaciones comerciales del Reino Unido con otras economías; (2) la regulación europea es un lastre para la competitividad del Reino Unido; y (3) la crisis migratoria.

Este último punto en particular ha tomado relevancia desde los ataques persistentes del grupo radical ISIS a varias capitales europeas. En nuestra opinión, el riesgo geopolítico que este tema añade al escenario viene por la turbulencia que pudiera generarse en los mercados internacionales en caso de que se materialice este escenario, sobre todo pensando en los cuestionamientos que pudieran generarse sobre la viabilidad del proyecto de Unión Europea. En cuanto al impacto que podría tener en México, consideramos que es menor. Si bien México tiene un tratado de libre comercio con la UE, más no con el Reino Unido, las exportaciones de México al Reino Unido representan 0.5% del total de exportaciones, mientras que las importaciones provenientes de este país son solamente 0.6%. Adicionalmente, los flujos de inversión extranjera directa del Reino Unido a México representan 2.1% del total del flujo, el sexto más grande entre los países de la Unión Europea (el total de flujos de inversión hacia México de esta región representa el 26% del total).

En nuestra opinión, desde el punto de vista del Reino Unido, lo más relevante será la pérdida de peso geopolítico en las negociaciones internacionales, una de las razones más fuertes para estar dentro del sistema europeo. En el corto plazo, esperamos que se genere una fuerte incertidumbre alrededor de la fecha del referéndum, una semana después de la reunión de junio del FOMC. En el mediano plazo, cobran relevancia las elecciones en Francia y en Alemania en 2017, como se observa en el gráfico abajo, sobre todo en el escenario de una salida del Reino Unido, pues esto podría pesar sobre el diseño de la nueva relación entre estas dos regiones.

Resultado de encuestas



Fuente: bbc.co.uk

Proceso de referéndum para *Brexit*

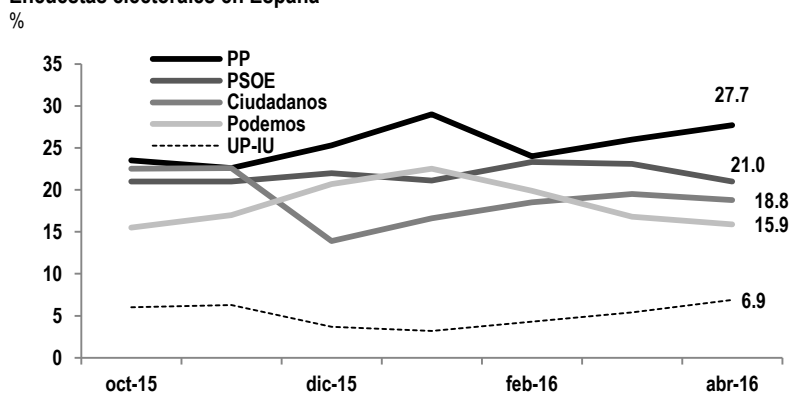


Fuente: Bloomberg

**(7) España no ha conseguido formar gobierno.** Continúa la crisis política en España que comenzó con las elecciones del pasado 20 de diciembre, que no dieron a ningún partido la mayoría absoluta para formar gobierno. Después de varios intentos de formar una coalición de gobierno, ésta no ha sido posible. La última oportunidad tendrá lugar en las próximas semanas cuando, a petición del Rey Felipe VI, los partidos hagan una última consulta para formar gobierno. Las posibilidades son dos: (1) Una alianza entre el Partido Socialista Obrero Español (PSOE) y el partido Ciudadanos (partido de centro derecha), lo que implicaría también la participación del partido de extrema izquierda, Podemos y todos los partidos separatistas; o (2) una coalición entre el partido en el poder, el Partido Popular (PP), el PSOE y Ciudadanos. De no ser posible la formación de gobierno, entonces se llamarían a elecciones nuevamente.

**En nuestra opinión, una nueva elección el 26 de junio es el escenario más probable.** Parece ser que el Partido Popular y Podemos tienen interés en ir a las urnas de nuevo, dados sus niveles de popularidad. No obstante, si Podemos acepta la agenda política acordada y firmada con el PSOE y Ciudadanos, esto allanaría el camino para un gobierno de coalición del PSOE, Podemos y Ciudadanos. Las encuestas (ver gráfico abajo) sugieren que las nuevas elecciones resultarán de todas formas en un Parlamento fragmentado aunque si se podría formar un gobierno, ya que no existiría ningún incentivo para los partidos políticos más grandes de votar en contra de una coalición potencial e ir nuevamente a elecciones. Adicionalmente, existe la posibilidad de cambio de dirigencia, al menos en el PP y/o el PSOE, en caso de resultados decepcionantes, con lo que probablemente será más fácil llegar a acuerdos.

**Encuestas electorales en España**

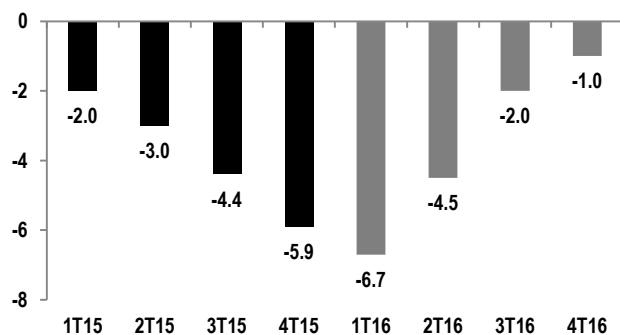


Fuente: elpais.com

**(8) La crisis política en Brasil se profundiza.** La situación en Brasil se ha deteriorado significativamente al inicio del año. Los datos recientes sugieren que la actividad económica continúa perdiendo dinamismo. Esto nos llevó a revisar a la baja nuestro estimado de la contracción del PIB para 2016 de -1.6% a -3.6% (ver gráfico abajo a la izquierda). No obstante, la inflación sigue subiendo, ubicándose en niveles alrededor de 9.5% anual (ver gráfico abajo a la derecha). En este contexto, consideramos que por ahora el banco central tiene poco margen de maniobra ante un complejo escenario de presiones inflacionarias y recesión económica, por lo que esperamos que mantengan su postura monetaria sin cambios al menos en 1S16. Si bien menores presiones en los precios administrados permitirán menor inflación en los próximos meses, creemos que la autoridad monetaria preferirá no ajustar la tasa Selic a la baja para evitar contaminar las expectativas de inflación. Cabe destacar además, que por tres reuniones consecutivas dos miembros han votado a favor de un alza de 50pb. No obstante, seguimos pensando que no tienen margen para subir la tasa ante la profundización de la recesión económica. A esto hay que añadir la crisis política en la que se encuentra inmersa el gobierno y que pudiera terminar con la destitución de la presidenta Dilma Rousseff.

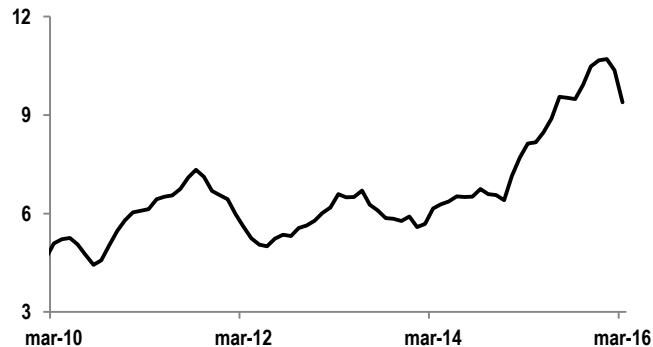
**En este contexto, tanto S&P (17 de febrero) como Moody's (24 de febrero) redujeron la calificación crediticia de la deuda soberana para ubicarla en grado especulativo con perspectiva negativa.** En el caso de S&P, la calificación pasó de 'BB+' a 'BB', mientras que en la escala de la segunda calificadora se ubica en 'Ba2' (de 'Baa3'). Estas últimas reflejan la perspectiva de que los riesgos se inclinan a una consolidación y recuperación todavía más lenta o al surgimiento de nuevos choques, creando incertidumbre sobre la magnitud del deterioro del perfil de deuda de Brasil.

**Estimado de crecimiento del PIB**  
% var. anual



Fuente: Bloomberg

**Inflación**  
% var. anual



Fuente: Bloomberg

**(9) En México, el tema fiscal vuelve a ser el centro de atención ante medidas adoptadas por la Secretaría de Hacienda.**

La economía mexicana no ha estado exenta de la renovada ola de volatilidad a nivel internacional. Como hemos mencionado a lo largo de nuestras publicaciones, el peso mexicano ha servido como un “colchón” para absorber los choques externos. No obstante, durante el primer trimestre del año el peso mexicano mostró una mayor volatilidad que otras monedas emergentes, acumulando una depreciación de alrededor de 6.3% desde el inicio del año hasta el 17 de febrero, cuando la Secretaría de Hacienda y Banxico anunciaron un paquete de tres medidas que tenía como objetivo frenar la depreciación de la moneda. Estas medidas incluyeron: (1) Un incremento de 50pbs en la tasa de referencia, durante una reunión extraordinaria de la Junta de Gobierno del Banco de México; (2) un recorte al gasto por 132.3mmp, de los cuales 100mmp corresponden a recortes en Pemex; y (3) la suspensión de los mecanismos de subasta de dólares. A partir de ese momento la volatilidad del peso mexicano se redujo sustancialmente, con lo que el foco de atención pasó a ser la situación de Pemex, y su impacto sobre las finanzas públicas. En este contexto, la calificadora *Moody's* cambió la perspectiva de la deuda soberana de “estable” a “negativa” aduciendo que: (1) Un débil crecimiento económico y las dificultades externas que pueden poner en riesgo los esfuerzos de consolidación fiscal del gobierno, así como un posible incremento en las razones de deuda por encima del horizonte de calificación; y (2) la posibilidad de un apoyo del gobierno federal a Pemex para hacer frente a sus pasivos, ante las presiones de liquidez que enfrenta, podría debilitar aún más el proceso de consolidación fiscal. Asimismo, redujo la calificación de la deuda de Pemex de ‘Baa1/Aaa.mx’ a ‘Baa3/Aa3.mx’.

**La decisión de Moody's no afecta los mandatos globales de inversión mientras que no consideramos que implique necesariamente una reducción en la calificación en el futuro.** Moody's continúa siendo la calificadoras que tiene a México con la mayor calificación. El 'A3' de Moody's está un notch (grado) arriba del 'BBB+' de S&P y Fitch. La diferencia está en la perspectiva "estable" de las otras dos calificadoras vs. el "negativo" de Moody's. En nuestra opinión, la reacción del mercado ha sido relativamente moderada—y probablemente también lo sería en el eventual caso de una reducción a la calificación-, ya que no implicó (o implicaría) cambios en los mandatos globales de inversión. De hecho, cabe recordar que para acceder a mandatos de inversión que sólo aceptan papel con calificación mínima de 'A', se requiere tener dicha calificación por parte de por lo menos dos calificadoras, lo cual no es el caso para México, como ya mencionamos anteriormente. Asimismo, consideramos que la situación de fundamentales macroeconómicos de México sigue comparándose favorablemente vs. el resto de economías emergentes. A esto habría que añadir las medidas tomadas por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público con respecto tanto a lo que se refiere a los ajustes a su presupuesto, como a las medidas de ayuda a Pemex.

**Ajustes al presupuesto y medidas de ayuda a Pemex.** Como comentamos en el párrafo anterior, recientemente la SHCP ha tomado medidas relativas a su propio balance así como medidas de ayuda a Pemex. Lo anterior a raíz de la determinación por parte de Banco de México de transferir 239.1mmp provenientes del remanente de operación de la institución durante 2015. En cumplimiento con la *Ley Federal de Presupuesto y Responsabilidad Hacendaria*, de este monto, el 70% (167.4mmp) será utilizado para la amortización de la deuda pública del gobierno federal contratada en ejercicios fiscales anteriores y/o la reducción del monto de financiamiento necesario para cubrir el déficit mientras que el 30% restante (71.7mmp) tendrán como objetivo el fortalecer el *Fondo de Estabilización de los Ingresos Presupuestarios*, así como pagar aportaciones pendientes con organismos internacionales (ver nota: "*Uso de Remanente de Banxico – Positivo para mercados y atentos a los detalles sobre Pemex*", publicada el pasado 14 de abril [aquí](#)). Asimismo, el gobierno anunció algunas medidas de apoyo a Pemex por un monto equivalente a 73.5mmp a través de dos instrumentos: (1) Una aportación patrimonial inmediata por 26.5mmp utilizando el espacio presupuestal generado por el ajuste preventivo del 17 de febrero, antes mencionado; y (2) durante el año se intercambiará parte del bono que en 2015 le otorgó a Pemex (resultado de la asunción de una porción de los pasivos de pensiones de la empresa) por 50mmp, a cambio de títulos negociables del gobierno federal por un monto de 47mmp para el pago de pensiones y jubilaciones de 2016, mejorando la liquidez de la empresa. Adicionalmente, se modificó el régimen fiscal permitiendo que la empresa pueda realizar mayores deducciones de costos en los casos de asignaciones para la exploración y extracción de hidrocarburos en áreas terrestres o aguas someras (ver nota: "*Pemex se fortalece*" del pasado 18 de abril [aquí](#)).

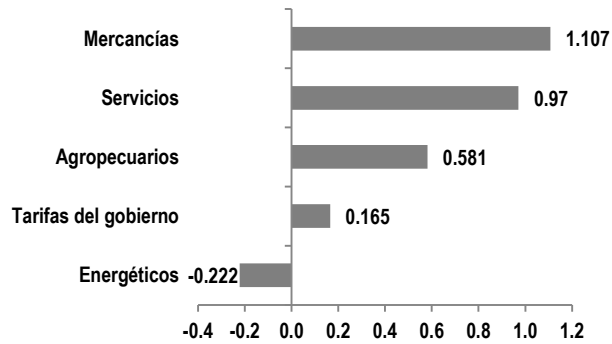
**(10) La actividad económica en México avanza moderadamente en 1T16.** El consumo privado registró un comportamiento favorable durante el primer trimestre del año, apoyado por el fuerte crecimiento de las remesas familiares (16% anual durante enero y febrero) y la recuperación del crédito privado bancario (12.6% anual en términos reales durante el mismo periodo). Ello se vio reflejado en el crecimiento que presentaron las ventas minoristas (8.4% anual en promedio utilizando las cifras de ANTAD). Por su parte, el mercado laboral mexicano continuó recuperándose (3.7% anual), al mismo tiempo que la construcción privada mostró un desempeño favorable gracias al crecimiento que continuó mostrando la inversión residencial (+11.9% anual en enero). Sin embargo, la confianza tanto de los consumidores como de los empresarios se vio mermada por el menor dinamismo de los salarios reales y por las medidas fiscales y monetarias llevadas a cabo durante el mes de febrero. En este contexto, como ya hemos mencionado anteriormente, revisamos a la baja nuestro estimado de crecimiento de 2.7% a 2.3%, explicado tanto por los efectos adversos del gasto de gobierno como por la expectativa de una menor demanda externa.

**Para el segundo trimestre del año, consideramos que los reportes económicos mostrarán un mayor dinamismo del gasto interno privado.** En primer lugar, la confianza de los consumidores se recuperará gracias al desempeño favorable que ha presentado el mercado laboral mexicano. Ello se verá reflejado también en un mayor crecimiento del consumo privado. Por su parte, es probable que la producción manufacturera podría iniciar su proceso de recuperación durante los próximos meses generado por: (1) La recuperación marginal que ha registrado dicho sector en EE.UU. lo cual beneficiará a la exportación de bienes intermedios; (2) la depreciación que aún mantiene la divisa mexicana lo cual se verá reflejado en una mayor demanda externa por productos manufactureros finales; y (3) la fortaleza que ha mantenido la demanda interna, lo cual se traducirá en un mayor gasto por bienes manufactureros mexicanos. Sin embargo, consideramos que el gasto público (consumo e inversión) serán un factor que frenará el dinamismo económico de México durante este periodo. En particular, el recorte fiscal anunciado por la SHCP el pasado 17 de febrero limitará aún más la capacidad del gobierno en invertir en proyectos públicos. Con ello, consideramos que los flujos de inversión reflejarán los efectos adversos de este recorte adicional durante el segundo trimestre del 2016.

**La inflación da muestras de un contagio limitado de la depreciación cambiaria.** La inflación pasó de 2.1% al cierre de 2015 a 2.6% en marzo, todavía por debajo del 3% objetivo del banco central. Este incremento se explica principalmente por un surgimiento de los precios de las mercancías, probablemente relacionado con un mayor contagio del tipo de cambio a los precios. De hecho, este subíndice ha contribuido con 1.107% a la inflación durante 2016. Este es el caso también del subíndice de servicios, que ha añadido 0.97% a la inflación durante el período en cuestión, como se muestra en el gráfico abajo a la izquierda. Estas presiones –si bien limitadas, han sido más que compensadas por la caída en los precios de los energéticos, que han caído 1.17% en lo que va del año, restando 0.22% a la inflación en 2016.

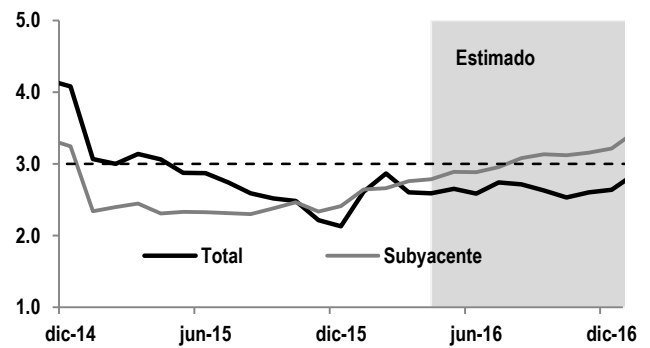
En 2T16, prevemos que la inflación se ubicará alrededor de 2.8% anual, lo que está en línea con nuestro estimado para el cierre del año (ver gráfico abajo a la derecha).

**Incidencia anual**  
%



Fuente: Banorte-ixe con datos de INEGI

**Trayectoria de inflación**  
% variación anual



Fuente: Banorte-ixe con datos de INEGI

**Banxico seguirá al Fed aunque existe la posibilidad de realizar ajustes en caso de ser necesario.** En un escenario de avance moderado de la actividad económica y sin presiones inflacionarias a la vista, Banxico continuará ligado a las acciones del Fed, que como mencionamos anteriormente, esperamos que suba la tasa de referencia en 50pbs este año, la primera alza en su reunión de junio por 25pbs. Similarmente, Banxico podría ajustar la tasa de referencia en su reunión del 30 de junio. No obstante, no descartamos la posibilidad de que Banxico suba más de 50pbs este año, en el caso de que hubiera fuerte evidencia de traspaso del tipo de cambio a la inflación y/o haya un nuevo episodio de alta volatilidad en los mercados financieros internacionales. La propia Junta de Gobierno del banco central ha mencionado que “...además de seguir tomando en cuenta la postura monetaria relativa entre México y Estados Unidos (...) prevalece la posibilidad de que se realicen ajustes adicionales en la postura monetaria en México si la situación así lo amerita con independencia de las acciones de la Reserva Federal...”.

**Un mejor 2T16.** Si bien no descartamos otros episodios de alta volatilidad durante el segundo trimestre del año, consideramos que el escenario podría mejorar hacia la segunda mitad del año. En nuestra opinión, como ya comentamos, la turbulencia financiera experimentada durante los primeros tres meses del año no es un prelude de un nuevo escenario de crisis. Por el contrario, consideramos que es un episodio más en el proceso de recuperación económica de la “Gran Recesión” de 2008-2009. Hacia delante los retos son importantes, y las autoridades económicas pareciera que están agotando los instrumentos de política a utilizar. No obstante, si bien como ya mencionamos después de un turbulento inicio del año, el segundo trimestre inicia con varias de las incertidumbres que se tenían a principios del año, consideramos que el escenario podría mejorar hacia la segunda mitad del año basados en que: (1) Consideramos que el crecimiento de la economía de China se estabilizará en 6.5%; (2) esperamos una recuperación de los precios del petróleo después de haber tocado mínimos en 1T16; y (3) pensamos la economía estadounidense continuará recuperándose.

## Certificación de los Analistas.

Nosotros, Gabriel Casillas Olivera, Delia María Paredes Mier, Alejandro Padilla Santana, Manuel Jiménez Zaldívar, Tania Abdul Massih Jacobo, Alejandro Cervantes Llamas, Katia Celina Goya Ostos, Juan Carlos Alderete Macal, Víctor Hugo Cortes Castro, Marissa Garza Ostos, Marisol Huerta Mondragón; Miguel Alejandro Calvo Domínguez, Juan Carlos García Viejo, Hugo Armando Gómez Solís, Idalia Yanira Céspedes Jaén, José Itzamna Espitia Hernández; Valentín III Mendoza Balderas, Rey Saúl Torres Olivares, Santiago Leal Singer, 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 Ixe 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 Ixe, 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 Ixe, Grupo Financiero Banorte, funge con algún cargo en las emisoras que pueden ser objeto de análisis en el presente documento.

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

## Guía para las recomendaciones de inversión.

	Referencia
<b>COMPRA</b>	Quando el rendimiento esperado de la acción sea mayor al rendimiento estimado del IPC.
<b>MANTENER</b>	Quando el rendimiento esperado de la acción sea similar al rendimiento estimado del IPC.
<b>VENTA</b>	Quando 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.**
**Directorio de Análisis**

Gabriel Casillas Olvera	Director General Adjunto Análisis Económico y Bursátil	gabriel.casillas@banorte.com	(55) 4433 - 4695
Raquel Vázquez Godínez	Asistente Dir. General Adjunta Análisis Económico y Bursátil	raquel.vazquez@banorte.com	(55) 1670 - 2967

**Análisis Económico**

Delia María Paredes Mier	Directora Ejecutiva Análisis y Estrategia	delia.paredes@banorte.com	(55) 5268 - 1694
Alejandro Cervantes Llamas	Subdirector Economía Nacional	alejandro.cervantes@banorte.com	(55) 1670 - 2972
Katia Celina Goya Ostos	Subdirector Economía Internacional	katia.goya@banorte.com	(55) 1670 - 1821
Miguel Alejandro Calvo Domínguez	Gerente Economía Regional y Sectorial	miguel.calvo@banorte.com	(55) 1670 - 2220
Juan Carlos García Viejo	Gerente Economía Internacional	juan.garcia.viejo@banorte.com	(55) 1670 - 2252
Rey Saúl Torres Olivares	Analista Economía Nacional	saul.torres@banorte.com	(55) 1670 - 2957
Lourdes Calvo Fernández	Analista (Edición)	lourdes.calvo@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2611

**Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio**

Alejandro Padilla Santana	Director Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	alejandro.padilla@banorte.com	(55) 1103 - 4043
Juan Carlos Alderete Macal, CFA	Subdirector de Estrategia de Tipo de Cambio	juan.alderete.macal@banorte.com	(55) 1103 - 4046
Santiago Leal Singer	Analista Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	santiago.leal@banorte.com	(55) 1670 - 2144

**Análisis Bursátil**

Manuel Jiménez Zaldivar	Director Análisis Bursátil	manuel.jimenez@banorte.com	(55) 5268 - 1671
Víctor Hugo Cortes Castro	Análisis Técnico	victorh.cortes@banorte.com	(55) 1670 - 1800
Marissa Garza Ostos	Conglomerados / Financiero / Minería / Químico	marissa.garza@banorte.com	(55) 1670 - 1719
Marisol Huerta Mondragón	Alimentos / Bebidas/Comerciales	marisol.huerta.mondragon@banorte.com	(55) 1670 - 1746
José Itzamna Espitia Hernández	Aeropuertos / Cemento / Fibras / Infraestructura	jose.espitia@banorte.com	(55) 1670 - 2249
Valentín III Mendoza Balderas	Autopartes	valentin.mendoza@banorte.com	(55) 1670 - 2250

**Análisis Deuda Corporativa**

Tania Abdul Massih Jacobo	Directora Deuda Corporativa	tania.abdul@banorte.com	(55) 5268 - 1672
Hugo Armando Gómez Solís	Gerente Deuda Corporativa	hugo.gomez@banorte.com	(55) 1670 - 2247
Idalia Yanira Céspedes Jaén	Gerente Deuda Corporativa	idalia.cespedes@banorte.com	(55) 1670 - 2248

**Banca Mayorista**

Armando Rodal Espinosa	Director General Banca Mayorista	armando.rodal@banorte.com	(81) 8319 - 6895
Alejandro Eric Faesi Puente	Director General Adjunto de Mercados y Ventas Institucionales	alejandro.faesi@banorte.com	(55) 5268 - 1640
Alejandro Aguilar Ceballos	Director General Adjunto de Administración de Activos	alejandro.aguilar.cebillos@banorte.com	(55) 5268 - 9996
Arturo Monroy Ballesteros	Director General Adjunto Banca Inversión Financ. Estruct.	arturo.monroy.ballesteros@banorte.com	(55) 5004 - 1002
Gerardo Zamora Nanez	Director General Adjunto Banca Transaccional y Arrendadora y Factor	gerardo.zamora@banorte.com	(81) 8318 - 5071
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) 5004 - 1453
René Gerardo Pimentel Ibarrola	Director General Adjunto Banca Corporativa e Instituciones Financieras	pimentelr@banorte.com	(55) 5268 - 9004
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) 5004 - 1454